

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

EZB-Rat beschließt Beendigung der PEPP-Nettoankäufe und stockt APP-Nettoankäufe auf

Im Dezember 2021 beschloss der EZB-Rat für die kommenden Quartale eine schrittweise Verringerung der Ankäufe von Vermögenswerten. So werden die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) Ende März 2022 eingestellt. Ferner geht der EZB-Rat davon aus, dass er im ersten Quartal 2022 geringere Nettoankäufe im Rahmen des PEPP durchführen wird als im Vorquartal. Gleichzeitig beschloss er, im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) ab April temporär höhere Nettoankäufe durchzuführen. Sie sollen im zweiten Quartal im Umfang von 40 Mrd € und im dritten Quartal in einem monatlichen Umfang von 30 Mrd € erfolgen. Ab Oktober 2022 sollen die Nettoankäufe im Rahmen des APP wieder in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € fortgesetzt werden. Dies gilt so lange, wie es für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen erforderlich ist. Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die Nettoankäufe beendet werden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt.

EZB-Rat verlängert Wiederanlagezeitraum des PEPP

Der EZB-Rat entschied sich ferner dafür, den Wiederanlagezeitraum für das PEPP zu verlängern. Er beabsichtigt nun, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 bei Fälligkeit wieder anzulegen. Zuvor ging er von Ende 2023 aus. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird. Diese Wiederanlagen können jederzeit flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg angepasst werden, wenn es im Zusammenhang mit der Pandemie zu einer neuerlichen Marktfragmentierung kommt. Dies könnte den Ankauf von durch die Hellenische Republik be-

gebenen Anleihen umfassen, der über die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen hinausgeht.

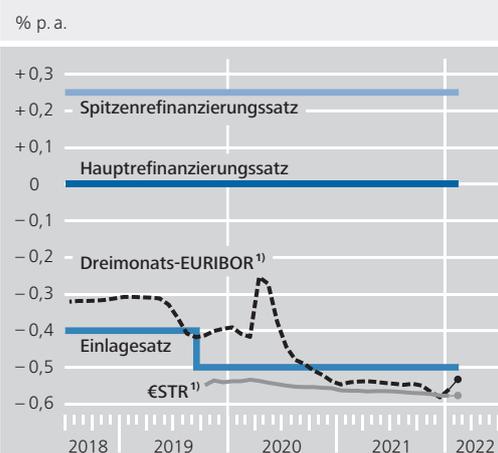
Die Leitzinsen und die zugehörige Forward Guidance beließ der EZB-Rat unverändert. Er geht zudem davon aus, dass die im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der dritten Serie (GLRG III) geltenden Sonderkonditionen im Juni 2022 auslaufen. Der EZB-Rat wird aber die Refinanzierungsbedingungen der Banken weiterhin beobachten und dafür sorgen, dass die Fälligkeit der GLRG III die reibungslose Transmission der Geldpolitik nicht beeinträchtigt.

Leitzinsen und Forward Guidance unverändert

Die Beschlüsse im Dezember erfolgten vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheit über die Inflationsaussichten. In der Dezember-Projektion hatten die Experten des Eurosystems ihre Inflationsprognose für 2022 erneut stark nach oben korrigiert. Gleichzeitig gingen sie nach wie vor davon aus, dass sich die Inflation im Laufe des Projektionszeitraums unterhalb des Zielwerts von 2 % einpendeln wird. Damit sich die Inflation auf mittlere Sicht bei 2 % stabilisiert, war nach Ansicht des EZB-Rats nach wie vor eine geldpolitische Akkommodierung erforderlich. In Anbetracht der Unsicherheit betonte er aber die

EZB-Rat betont Flexibilität und Optionalität

Geldmarktzinsen im Euroraum



Quellen: EZB und Bloomberg. ¹⁾ Monatsdurchschnitte.
 • = Durchschnitt 1. bis 17. Februar 2022.
 Deutsche Bundesbank

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Im Betrachtungszeitraum November 2021/Februar 2022¹⁾ sank die Überschussliquidität im Eurosystem um insgesamt 0,2 Mrd € auf durchschnittlich 4 391,1 Mrd €. Dabei stieg die Überschussliquidität in der Mindestreserveperiode (MP) 7/2021 (November/Dezember) zunächst um 42,8 Mrd € auf 4 434,1 Mrd € an. Der anschließende Rückgang in der MP 8/2021 (Dezember 2021/Februar 2022) um 43,0 Mrd € kompensierte jedoch den vorherigen Anstieg vollständig. Diese Entwicklung lag zum einen an geringeren liquiditätszuführenden Wertpapierankäufen, zum anderen an einem stärkeren Anstieg der liquiditätsabsorbierenden autonomen Faktoren in der MP 8/2021 im Vergleich zur MP 7/2021. Beide Entwicklungen sind üblich für den Jahreswechsel, der in den Betrachtungszeitraum fiel.

gramme bereitgestellt. Dabei entfiel der Großteil der Ankäufe auf das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Der bilanzielle Bestand der Wertpapierankaufprogramme betrug zum 11. Februar 2022 4 820,2 Mrd € (siehe Tabelle auf S. 29). Dem entgegen sank das durchschnittliche ausstehende Tendervolumen im Euroraum im Betrachtungszeitraum um 8,3 Mrd € auf 2 201,8 Mrd €. Zwar betrug das Zuteilungsvolumen des zehnten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG III) im Dezember 52,0 Mrd €. Allerdings wurden aus den GLRG III eins bis sechs insgesamt 60,2 Mrd € freiwillig zurückgezahlt, was bei den GLRG zu einer Netto-Liquiditätsabsorption führte. Das elfte längerfristige Pande-

Zusätzliche Zentralbankliquidität wurde hauptsächlich durch Nettokäufe in Höhe von 237,9 Mrd € im Rahmen der Ankaufpro-

¹ Hierbei werden die Durchschnitte der Mindestreserveperiode 8/2021 (Dezember 2021/Februar 2022) mit den Durchschnitten der Mindestreserveperiode 6/2021 (September/November) verglichen.

Liquiditätsbestimmende Faktoren ^{*)}

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2021/22	
	3. November bis 21. Dezember	22. Dezember bis 8. Februar
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 14,0	- 19,2
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 43,0	+ 46,3
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	+ 4,1	+ 38,5
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 132,0	- 194,8
Insgesamt	- 98,9	- 129,2
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 0,0	+ 0,1
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 1,1	- 7,3
c) Sonstige Geschäfte	+ 143,3	+ 94,6
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 6,5	+ 10,8
Insgesamt	+ 135,7	+ 98,2
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 36,8	- 31,0
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 1,4	- 1,2

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

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

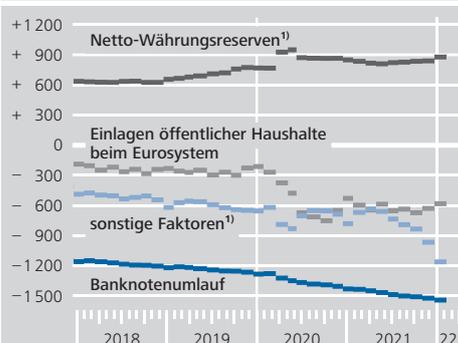
mie-Notfallrefinanzierungsgeschäft (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operation, PELTRO) im Dezember 2021 wurde mit insgesamt 1,1 Mrd € kaum nachgefragt (Vorgeschäft im September 2021: 1,3 Mrd €). Auch das Interesse an den regulären Haupt- und Dreimonatstendern blieb sehr gering. In Deutschland sank das ausstehende Volumen aller Refinanzierungsgeschäfte um 17,3 Mrd € auf durchschnittlich 421,9 Mrd €. Damit entsprach der Anteil der Banken in Deutschland am ausstehenden Volumen der Tender im Eurosystem rund 19,2 %.

Der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren in der MP 8/2021 stieg im Vergleich zur MP 6/2021 um 228,1 Mrd € auf einen neuen Höchststand von 2 405,5 Mrd € (siehe Tabelle auf S. 28)²⁾. Hauptgrund waren die zum Jahresende üblichen Anstiege der Guthaben von Zentralbanken aus dem Nicht-Euroraum. Ein weiterer liquiditätsabsorbierender Effekt ergab sich aus dem Anstieg des Banknotenumlaufs um 33,2 Mrd € auf 1 540,6 Mrd €. Liquiditätszuführend wirkte hingegen ein Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte um 89,3 Mrd € auf 582,0 Mrd €. 59 % des gesamten Anstiegs der Guthaben von Zentralbanken aus dem Nicht-Euroraum, die sich in den Sonstigen Faktoren liquiditätsabsorbierend auswirkten, entfielen auf Deutschland. Die Netto-Banknotenemission stieg in Deutschland um 19,9 Mrd € auf 883,7 Mrd €. Liquiditätszuführend wirkte auch in Deutschland der Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte um 12,1 Mrd € auf 205,6 Mrd €. Das Mindestreservesoll im Eurosystem nahm im Betrachtungszeitraum um 2,6 Mrd € auf 155,4 Mrd € in der Reserveperiode Dezember 2021/Februar 2022 zu, was zu einem zusätzlichen Bedarf an Zentralbankliquidität führte. In Deutschland erhöhte sich das Reservesoll dabei um 0,8 Mrd € auf 42,5 Mrd €.

Die Ausnutzung der Freibeträge im Rahmen des zweistufigen Systems für die Verzinsung

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 €

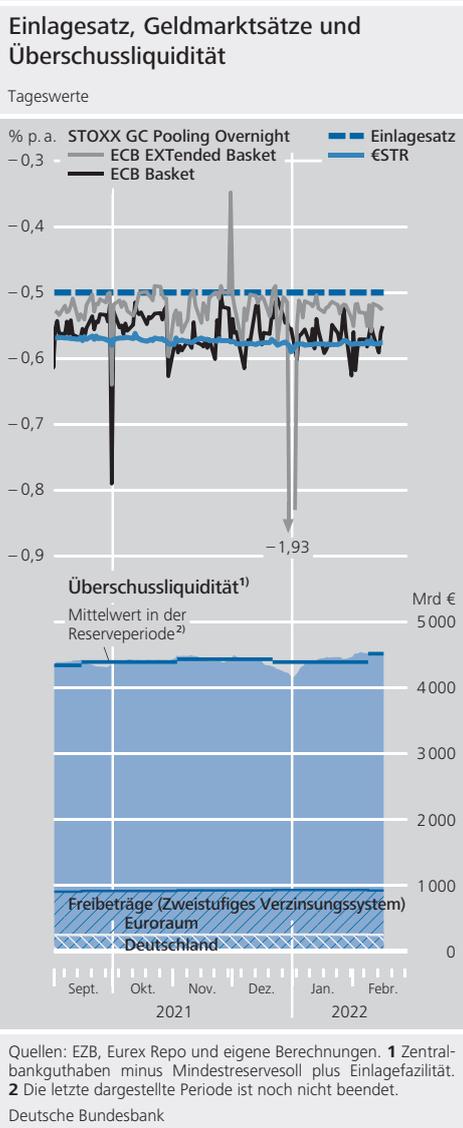
Programm	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 11. Februar 2022
Aktive Programme¹⁾		
PSPP	+ 39,9	2 512,0
CBPP3	+ 0,2	295,6
CSPP	+ 14,3	319,4
ABSPP	+ 1,4	27,0
PEPP	+ 182,7	1 658,5
Beendete Programme		
SMP	+ 0,0	6,5
CBPP1	- 0,1	0,1
CBPP2	- 0,6	1,1

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

Deutsche Bundesbank

von Überschussreserven blieb im Betrachtungszeitraum sowohl für den Euroraum als auch für Deutschland nahezu unverändert bei über 99 %. Bei ungefähr gleichbleibender Überschussliquidität in Höhe von 4 400 Mrd € und steigendem absoluten Freibetrag sank die zu –0,50 % verzinste Überschussliquidität (siehe Schaubild auf S. 30). Dadurch waren im Durchschnitt in der MP 8/2021 21,1% der Überschussliquidität im Eurosystem von der Negativverzinsung ausgenommen und damit 0,4 Prozentpunkte

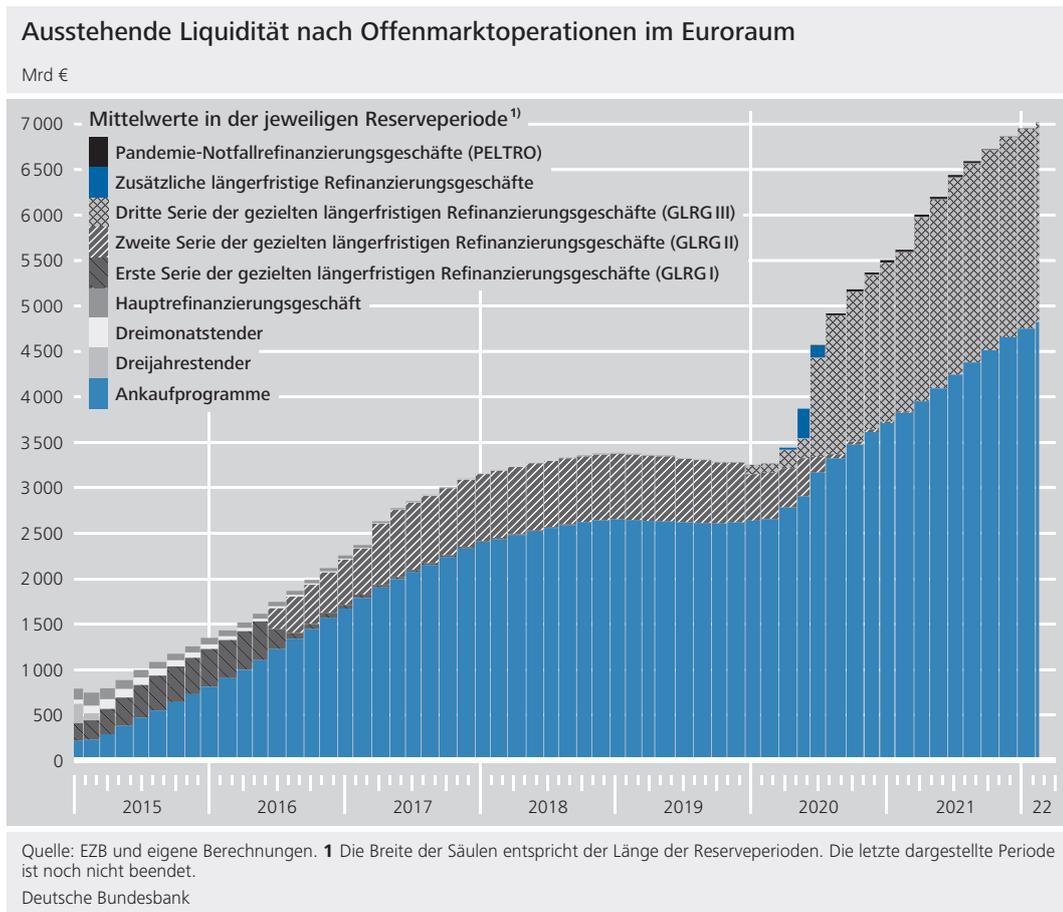
² Durchschnitt der MP 8/2021 Dezember 2021/Februar 2022) im Vergleich zum Durchschnitt der MP 6/2021 (September/November).



mehr als in der Vorperiode (in Deutschland: 20,9 %, Vorperiode: 20,3 %).

Während des Betrachtungszeitraums lagen die Tagesgeldsätze am Euro-Geldmarkt weiterhin in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität von -0,50 % (siehe oben stehendes Schaubild), mit Ausnahme des Jahresultimos Dezember 2021. Die hohe Überschussliquidität führte jedoch zu einem weiteren Rückgang der Tagesgeldsätze. In der MP 8/2021 wurde die unbesicherte Euro Short-Term Rate (€STR) durchschnittlich bei -0,58 % festgestellt und notierte damit einen Basispunkt niedriger als in der Vorperiode. Zum Jahresultimo Dezember 2021

sank €STR um einen Basispunkt auf -0,59 %. Am Folgetag kehrte €STR wieder auf das vorherige Niveau zurück und behielt es bis zum Ende der Mindestreserveperiode am 8. Februar 2022 ohne größere Schwankungen bei. Die durchschnittlichen Tagesumsätze sanken, beeinflusst von niedriger Liquidität an Feiertagen und dem Jahresultimo, gegenüber der Vorperiode von 51,2 Mrd € auf 49,6 Mrd €. Jedoch lagen im Betrachtungszeitraum die Volumina über dem Volumen der MP September/November 2021 (MP 6/2021) von 48,5 Mrd €. Auf der Handelsplattform GC Pooling wurden Overnight-Geschäfte im ECB Basket in der MP 8/2021 mit durchschnittlich -0,56 % abgeschlossen, nach zuvor -0,57 % (MP 7/2021) und -0,55 % (MP 6/2021). Zum Jahresende 2021 wurden an den beiden Handelstagen 29. und 31. Dezember keine Geschäfte im ECB Basket getätigt. Im ECB EXTended Basket, dem eine breitere Sicherheitsauswahl mit niedrigeren Ratinganforderungen für den Abschluss der Repo-Geschäfte zugrunde liegt, erfolgte der Tagesgeldhandel in der MP 8/2021 durchschnittlich bei -0,56 % und damit 5 Basispunkte unter dem Satz der Vorperiode. Der deutliche Abstand zum Zinsniveau der Vorperiode resultierte aus dem starken Rückgang von 137 Basispunkten auf -1,93 % am 31. Dezember. Ohne diesen Jahresendeffekt hätte der Durchschnittssatz im ECB EXTended Basket -0,52 % betragen und damit nur einen Basispunkt niedriger als in der MP 7/2021. Wie bereits in der Vorperiode entfiel der größte Teil der Overnight-Geschäfte auch in der MP 8/2021 mit einem Umsatzvolumen von durchschnittlich 2,3 Mrd € pro Tag auf den ECB EXTended Basket, im Vergleich zu 0,7 Mrd € im ECB Basket. Die liquiditätsgetriebenen besicherten Umsätze auf der Plattform GC Pooling blieben damit weiterhin sehr gering. Nach wie vor verzichteten damit Liquiditätsanbieter bei Transaktionen auf qualitativ hochwertigere Sicherheiten aus dem ECB Basket, was die allgemein eingeschränkte Verfügbarkeit dieser Art von Sicherheiten im Betrachtungszeitraum am Markt widerspiegelt.



Wichtigkeit von Flexibilität und Optionalität bei der Durchführung der Geldpolitik. Der EZB-Rat signalisierte seine Bereitschaft, alle Instrumente gegebenenfalls und in jede Richtung anzupassen.

wurde in der geldpolitischen Kommunikation die Aussage, dass Erhöhungen des Leitzinses in diesem Jahr unwahrscheinlich seien, nicht wiederholt.

EZB-Rat sieht im Februar Aufwärtsrisiken für Inflationsaussichten

Im Februar 2022 bestätigte der EZB-Rat die im Dezember getroffenen Beschlüsse. Er veränderte allerdings seine Kommunikation an verschiedenen Stellen. So erwähnte er die Notwendigkeit einer geldpolitischen Akkommodierung nicht mehr. Zudem sprach er nicht mehr davon, dass sich die Inflation unterhalb des Zielwerts einpendeln wird. Stattdessen betonte der EZB-Rat, dass die Inflation in den letzten Monaten kräftig zugenommen hat und auch im Januar höher ausgefallen war als erwartet. Im Gegensatz zum Dezember sprach der Rat explizit von Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten, vor allem auf kurze Sicht. In Anbetracht der derzeitigen Unsicherheit müsse bei der Durchführung der Geldpolitik mehr denn je Flexibilität und Optionalität gewahrt werden. Zudem

Die bilanziell ausgewiesenen Bestände des APP stiegen seit Mitte November um 53,6 Mrd €. Insgesamt hielt das Eurosystem am 11. Februar dem APP zugehörige Aktiva in Höhe von 3 154,0 Mrd € (siehe für eine Aufgliederung der Bestände in die einzelnen Teilprogramme die Erläuterungen auf S. 28 ff.). Die ausgewiesenen Bestände werden weiterhin durch die zeitliche Glättung der Reinvestitionen im Rahmen der im Dezember 2018 beschlossenen technischen Parameter und durch die Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten¹⁾ beeinflusst. Die im Rahmen des PEPP ausgewiesenen Wertpapierbestände sind um 157,1 Mrd € angestiegen

Bilanziell ausgewiesene Wertpapierbestände von APP und PEPP setzen Anstieg fort

¹ 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.

gen und lagen am 11. Februar bei 1 658,5 Mrd €.

Banken fragten 52 Mrd € im letzten GLRG III nach

Am 22. Dezember 2021 wurde das zehnte und letzte Geschäft der GLRG III abgewickelt. Dabei fragten 159 Banken insgesamt 52,0 Mrd € nach. Gleichzeitig kam es zu freiwilligen Rückzahlungen aus früheren Geschäften der GLRG III in Höhe von 60,2 Mrd €. Zusammengenommen stehen damit 2 198,0 Mrd € in allen GLRG III aus. Im ebenfalls letzten längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäft (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operation, PELTRO) im Dezember fiel die Nachfrage mit 1,1 Mrd € abermals sehr gering aus.

Überschussliquidität weiter angestiegen

Die Überschussliquidität ging Ende Dezember aufgrund der üblichen Jahresendeffekte temporär merklich zurück. Insgesamt stieg sie aber bedingt durch die anhaltenden Wertpapiernettokäufe in APP und PEPP weiter an (siehe die Erläuterungen auf S. 28 ff.). Das Volumen der Überschussliquidität lag zuletzt bei 4 530,6 Mrd €, was einem Anstieg um rund 82,1 Mrd € seit Mitte November entspricht.

Kurzfristige Geldmarktsätze mit Schwankungen zum Jahresende

Am 3. Januar 2022 wurde die Veröffentlichung von EONIA nach einem Übergangszeitraum wie geplant eingestellt. Bereits seit Oktober 2019 wurde EONIA nur noch über einen festen Zinsabstand aus der Euro Short-Term Rate (€STR) abgeleitet. Künftig ist €STR damit der unbesicherte Benchmark-Zinssatz für den kurzfristigen Geldmarkt im Euroraum. Im Dezember und über den Jahreswechsel schwankten die kurzfristigen Geldmarktsätze wie saisonal üblich etwas stärker. €STR sank zum Jahresende auf $-0,59\%$ und notierte zuletzt bei $-0,58\%$. Der Dreimonats-EURIBOR ging bereits Mitte Dezember deutlich stärker zurück und sank zwischenzeitlich auf bis zu $-0,61\%$. Zuletzt notierte er bei $-0,53\%$ und damit leicht oberhalb seines Niveaus im November.

Geldmarktterminalsätze abermals stark gestiegen

Die Geldmarktterminalsätze stiegen seit der geldpolitischen Sitzung im Dezember erneut stark an. Legt man die Terminalsätze zugrunde, so preisten die Marktteilnehmer zuletzt eine erste

Zinserhöhung um 10 Basispunkte bereits für Juli 2022 ein. Die Terminkurve verlief zudem deutlich steiler, sodass auch eine schnellere Folge von Zinserhöhungen eingepreist ist. Zwar ist weiterhin davon auszugehen, dass ein guter Teil des Anstiegs der Terminalsätze auf Risikoprämien und nicht auf erwartete höhere Zinsen zurückzuführen ist. Dennoch dürften die Marktteilnehmer deutlich frühere Zinserhöhungen erwarten als noch im Dezember. Dies zeigte sich auch in der vor der Februar-Sitzung durchgeführten geldpolitischen Umfrage des Eurosystems (Survey of Monetary Analysts). Der von den Umfrageteilnehmern erwartete Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung bewegte sich im Vergleich zur Dezember-Umfrage erneut nach vorne. Er lag nun im dritten Quartal 2023. Zu den veränderten Erwartungen der Marktteilnehmer trugen zum einen nachlassende Sorgen über die wirtschaftlichen Auswirkungen der Infektionswelle mit der Omikron-Variante des Coronavirus bei. Zum anderen begannen einige große Zentralbanken damit, ihren geldpolitischen Kurs zu straffen oder kündigten eine baldige Straffung an. Zuletzt führten die abermaligen deutlichen Aufwärtsüberraschungen bei der Inflation im Euroraum und die veränderte Kommunikation des EZB-Rats zu weiteren Anstiegen der Terminalsätze.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 verzeichnete auch im vierten Quartal 2021 eine deutliche Ausweitung, die insgesamt leicht über den Werten der drei Vorquartale lag. Sie blieb jedoch deutlich unterhalb der hohen coronabedingten Nettozuflüsse des Vorjahres. In der Folge sank die Jahreswachstumsrate von M3 erneut und lag zum Jahresende bei $6,9\%$. Zum einen trugen die fortgesetzten Wertpapierankäufe des Eurosystems das Geldmengenwachstum. Zum anderen nahmen die Buchkredite der Banken an den inländischen Privatsektor beschleunigt zu. Dies war vor allem auf den starken Anstieg der Vergabe von Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen zurückzuführen.

Weitere Normalisierung des Geldmengenwachstums

ren. Hier sorgten die GLRG-III-Vorgaben für den an das Kreditwachstum gekoppelten Erhalt der vom Eurosystem gewährten Sonderzinskon-
 ditionen für erhebliche Vorzieheffekte. Zugleich blieb die Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten hoch, gestützt durch das nach wie vor niedrige allgemeine Zins-
 niveau.

Aufbau täglich fälliger Einlagen abgeschwächt

Unter den Komponenten von M3 trugen erneut die täglich fälligen Einlagen am stärksten zum Aufbau der Geldmenge im vierten Quartal bei. Ihr Zuwachs nahm jedoch gegenüber den Vor-
 quartalen deutlich ab und erreichte den schwächsten Wert seit Beginn der Corona-Pan-
 demie. Andere kurzfristige Einlageformen ge-
 wannen etwas an Bedeutung, insbesondere Termineinlagen, in einzelnen Ländern auch Geldmarktfondsanteile.

Private Haushalte verzeichneten schwächere Zuflüsse zu kurzfristigen Einlagen, ...

Auffällig waren erneut die gegenläufigen Ent-
 wicklungen bei den einzelnen Sektoren. So ver-
 langsamte sich der Zufluss zu den kurzfristigen
 Einlagen privater Haushalte noch einmal deut-
 lich. Die fortgesetzte Abschwächung dürfte auf
 die grundsätzlich verbesserten Konsummöglich-
 keiten zurückzuführen sein, die trotz der erneu-
 ten Pandemiewelle zum Winterbeginn ins-
 gesamt zu einem Rückgang der Sparquote führ-
 ten. Daneben dürfte auch der Anstieg der
 realen Opportunitätskosten der Geldhaltung im
 Zuge der gestiegenen Inflationsrate diese Ent-
 wicklung gefördert haben.

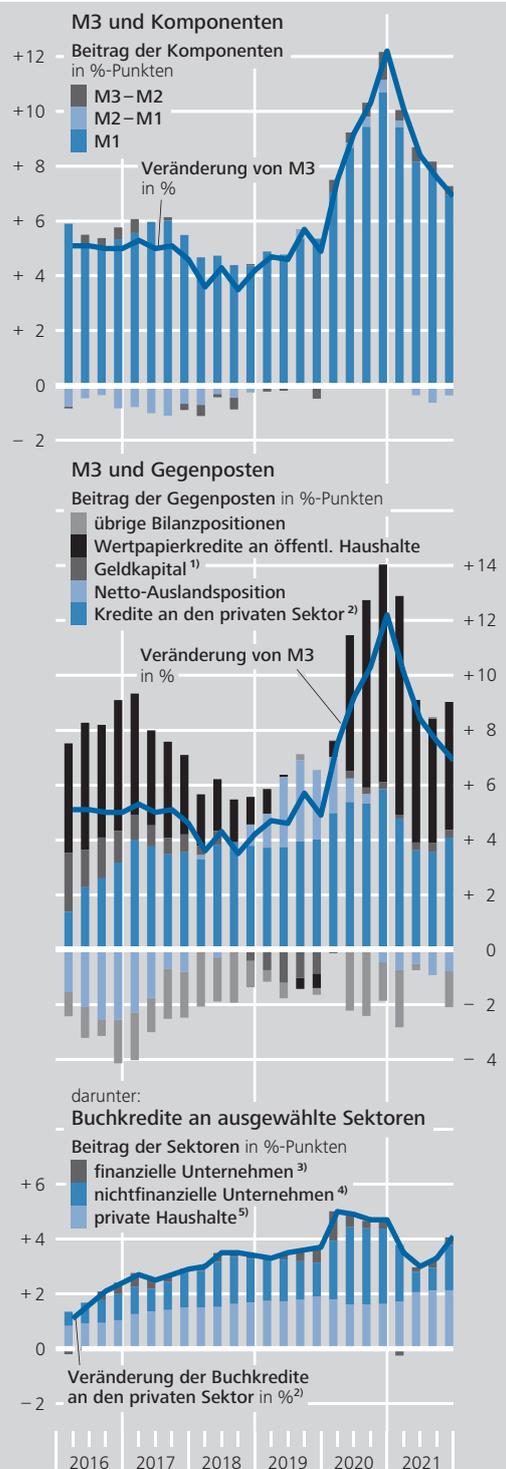
... Unternehmen hingegen mit deutlichem Anstieg vor allem bei täglich fälligen Einlagen

Nichtfinanzielle Unternehmen bauten im vierten
 Quartal hingegen insbesondere täglich fällige
 Einlagen noch einmal deutlich auf. Diese Ent-
 wicklung spiegelt zum einen die weiterhin
 hohen Gewinnmargen von Teilen des Unterneh-
 menssektors wider. Zum anderen mussten
 Unternehmen aufgrund der weiter bestehen-
 den Lieferengpässe bei Vorprodukten Investitio-
 nen aufschieben, sodass der Mittelabfluss bei
 Teilen des Unternehmenssektors wie bereits im
 Vorquartal erneut geringer ausfiel.

Auf der Seite der Gegenposten wurde das Geld-
 mengenwachstum durch die starke Ausweitung

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahr, Quartalsendstände, saisonbereinigt



Quelle: EZB. **1** Mit negativem Vorzeichen abgetragen, da eine Zunahme für sich betrachtet das M3-Wachstum dämpft. **2** Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MfIs erbracht wurden. **3** Nichtmonetäre finanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **4** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **5** Sowie private Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2021 3. Vj.	2021 4. Vj.	Passiva	2021 3. Vj.	2021 4. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	132,0	222,6	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	10,8	106,6
davon:			Geldmenge M3	259,5	269,8
Buchkredite	117,5	169,1	davon Komponenten:		
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	120,5	218,3	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	279,4	211,5
Wertpapierkredite	14,5	53,6	Übrige kurzfristige Einlagen (M2–M1)	– 22,6	31,2
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	150,6	201,0	Marktfähige Finanzinstrumente (M3–M2)	2,7	27,1
davon:			Geldkapital	0,0	7,3
Buchkredite	– 4,7	– 1,2	davon:		
Wertpapierkredite	155,2	202,2	Kapital und Rücklagen	11,8	14,6
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	– 40,8	– 67,9	Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	– 11,8	– 7,3
andere Gegenposten von M3	28,5	28,0			

* 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

Aufbau von Wertpapierkrediten maßgeblich durch Nettoankäufe des Eurosystems getragen

der Kreditvergabe an inländische Nichtbanken getragen. Die Zuflüsse zu den Wertpapierkrediten an öffentliche Haushalte waren abermals hoch (siehe oberes Schaubild auf S. 35). Sie erklären sich vor allem aus den vom Eurosystem getätigten monatlichen Nettoankäufen von Staatsanleihen im Rahmen des PEPP und des APP. Zudem stockten auch die Geschäftsbanken ihre Bestände an Anleihen öffentlicher Emittenten auf. Darüber hinaus legte im vierten Quartal die Buchkreditvergabe an den inländischen Privatsektor stark zu.²⁾

Starker Aufbau der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen zum Jahresende, ...

Ungewöhnlich hoch war die – um Kreditverbriefungen und -verkäufe bereinigte – Buchkreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Unternehmen, die im vierten Quartal 2021 per saldo ähnlich stark zunahm wie zu Beginn der Corona-Pandemie (siehe unteres Schaubild auf S. 35). Dabei verteilte sich der Anstieg breit über die Mitgliedstaaten und Laufzeiten; besonders stark stiegen aber die kurzfristigen Kredite. Die Jahreswachstumsrate, die Ende Juni 2021 aufgrund eines starken Corona-Basiseffekts auf 1,9 % abgesunken war, erreichte damit zum Jahresende wieder ein Niveau von 4,2 %.

... gestärkt durch GLRG III-Bestimmungen

Zwar hatte die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen bereits seit der Jahresmitte 2021 wieder Schwung aufgenommen. Jedoch war der sehr starke Zufluss zum Jahresende auf

einen Sonderfaktor zurückzuführen, der mit den GLRG III zusammenhing: Ende Dezember lief eine mit diesen Geschäften verbundene Referenzperiode für das Kreditwachstum aus. Anhand dieser entschied sich, ob eine an den GLRG III teilnehmende Bank im Zeitraum Juni 2021 bis Juni 2022 in den Genuss sehr günstiger Refinanzierungsbedingungen kommt. Somit hatten Banken mit einer bislang eher schwachen Kreditvergabe ein besonderes Interesse daran, ihre Kreditvergabe soweit möglich vorzuziehen oder verstärkt kurzfristige Kredite zu vergeben. Hierfür spricht auch der gleichzeitige deutliche Rückgang der – ohnehin schon sehr niedrigen – kurzfristigen Kreditzinsen in einigen Ländern des Euroraums. Das Kreditgeschäft im ersten Quartal 2022 dürfte dementsprechend geringer ausfallen. Ein ähnliches Muster war bereits im März 2021, dem Ende der letzten Referenzperiode, zu beobachten.

Die hohe Nachfrage nichtfinanzieller Unternehmen nach kurzfristigen Krediten erklärt sich daraus, dass Material- und Arbeitskräftemangel, insbesondere im Bau und in der Industrie, derzeit die Lagerhaltungs- und Betriebskosten der

Kreditnachfrage durch gesamtwirtschaftliche Angebotsengpässe geprägt

² Ein Teil dieser Buchkredite wurde im Berichtsquartal von Banken verbrieft und aus den Bankbilanzen genommen. Zugleich erwarben die Banken in größerem Umfang verbrieft Buchkredite, was sich in einem Anstieg ihrer Wertpapierkredite an Verbriefungszweckgesellschaften niederschlug.

Unternehmen erhöhen. Auch langfristige Buchkredite wurden weiter nachgefragt, allerdings deutlich schwächer als im ersten Halbjahr 2021. Dies zeugt davon, dass die gesamtwirtschaftlichen Angebotsengpässe das Investitionsklima im vierten Quartal weiter belasteten.

BLS-Banken ließen Kreditrichtlinien im Unternehmensgeschäft nahezu unverändert

Die in der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey, BLS) interviewten Bankmanager stellten ebenfalls einen Anstieg der Kreditnachfrage fest. Der gestiegene Mittelbedarf resultierte laut Bankangaben in erster Linie aus einem höheren Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel sowie Anlageinvestitionen. Daneben trugen nach Einschätzung der Banken auch M&A-Aktivitäten, Schuldenumfinanzierungen und -restrukturierungen sowie das niedrige allgemeine Zinsniveau zum Nachfrageanstieg bei. Wie schon in den beiden Vorquartalen ließen die im BLS befragten Banken die Kreditrichtlinien im Firmenkundengeschäft per saldo nahezu unverändert.

Wohnungsbaukredite an private Haushalte weiter kräftig ausgeweitet, ...

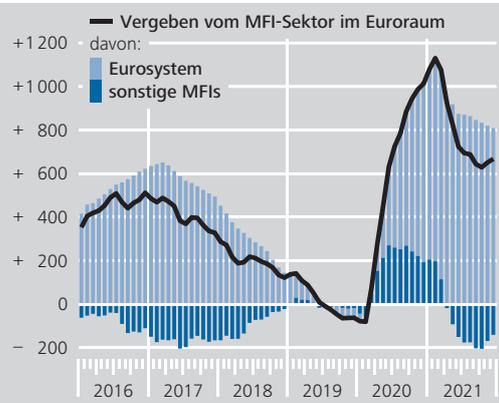
Auch die Buchkredite an private Haushalte wurden im vierten Quartal 2021 weiter kräftig ausgeweitet. Bei den Wohnungsbaukrediten, die den bedeutendsten Teil der Buchkredite an private Haushalte bilden, blieben die Zuflüsse zum Jahresende allerdings etwas hinter den Vorquartalen zurück. Infolgedessen sank ihre Jahreswachstumsrate leicht auf 5,4%. Hierzu dürften die auch im Bausektor spürbare Materialknappheit und andere angebotsseitige Engpässe beigetragen haben, die im vierten Quartal zu einer zunehmenden Diskrepanz zwischen Auftragslage und Produktion führten.

... Kreditrichtlinien laut BLS unverändert

Als wesentliche Faktoren für die lebhaftere Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten nannten die BLS-Banken zum wiederholten Mal ein gestärktes Verbrauchervertrauen sowie das niedrige allgemeine Zinsniveau. Auch die positiven Aussichten auf dem Wohnimmobilienmarkt stimulierten die Nachfrage. Angebotsseitig ließen die am BLS teilnehmenden Banken ihre Richtlinien für Wohnungsbaukredite im vierten Quartal unverändert. Damit setzten sie die im ersten Quartal 2021 begonnene Phase kaum veränderter Ver-

Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte im Euroraum

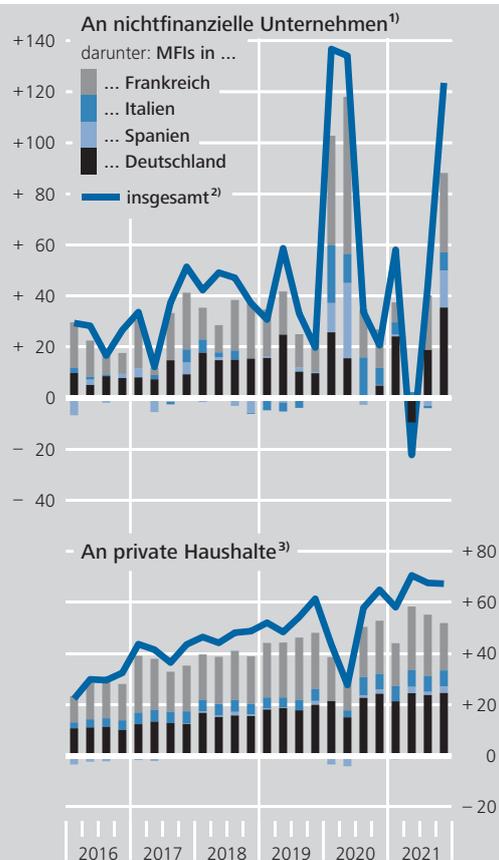
Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Buchkredite des MFI-Sektors an den nichtfinanziellen Privatsektor im Euroraum¹⁾

Mrd €, Quartalsummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt

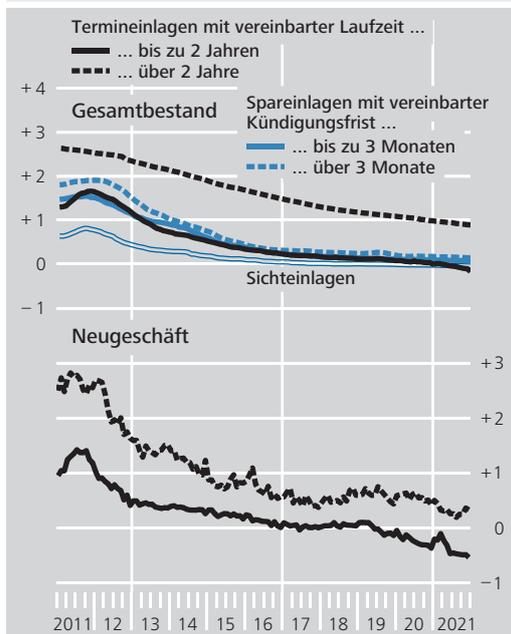


Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. **1** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **2** Zusätzlich bereinigt um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFIs erbracht wurden. **3** Sowie private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

Deutsche Bundesbank

Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland^{*)}

% p. a., monatlich



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

Deutsche Bundesbank

gaberichtlinien weiter fort, nachdem sie diese im ersten Pandemiejahr 2020 gestrafft hatten.

Konsumentenkredite ebenfalls mit erkennbaren Zuflüssen

Die Konsumentenkredite an private Haushalte nahmen das dritte Quartal in Folge zu. Allerdings blieben die Zuflüsse noch deutlich hinter dem Stand vor Ausbruch der Pandemie zurück. Unter anderem dürften die zum Jahresende erneut verschärften Eindämmungsmaßnahmen insbesondere die Aktivität im kontaktintensiven Dienstleistungssektor erneut beeinträchtigt haben. Die im BLS interviewten Banken meldeten nur einen marginalen Anstieg der Nachfrage nach Konsumenten- und sonstigen Krediten. Sie begründeten ihn vor allem mit einem gestiegenen Verbrauchervertrauen sowie dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau. Außerdem gaben die im BLS befragten Banken an, die Richtlinien für Konsumenten- und sonstige Kredite erneut geringfügig gelockert zu haben.

Im Gegensatz zur dynamischen Kreditvergabe übte die Netto-Auslandsposition des MFI-Sek-

tors im vierten Quartal einen deutlich dämpfenden Einfluss auf das Geldmengenwachstum aus. Zwar führte der anhaltende Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums wie üblich für sich genommen zu Mittelzuflüssen. Andere Positionen der Zahlungsbilanz bewirkten jedoch einen in der Summe größeren negativen Effekt. Zu nennen ist hier insbesondere der negative Saldo der grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen. Für ihn dürften in erster Linie die im Vergleich zum Euroraum höheren Renditen im Ausland, vor allem in den USA und im Vereinigten Königreich, verantwortlich sein.

Netto-Auslandsposition mit deutlich dämpfendem Einfluss auf das Geldmengenwachstum

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Das Einlagengeschäft der Banken in Deutschland verlor im vierten Quartal 2021 weiter an Schwung. Das lag vor allem an den täglich fälligen Einlagen. Ihr Aufbau schwächte sich im Jahresverlauf 2021 unter Schwankungen deutlich ab und fiel im Jahresendquartal nur noch leicht positiv aus.

Verlangsamung des Einlagenaufbaus setzt sich fort

Die im Aggregat beobachtete Abschwächung des Einlagenaufbaus in Deutschland war vor allem durch das geänderte Anlageverhalten der privaten Haushalte bedingt, deren Interesse am Aufbau täglich fälliger Bankeinlagen weiter abnahm. Ein wesentlicher Faktor für diese Anpassung dürften die im Jahresverlauf gestiegenen Opportunitätskosten der Geldhaltung gewesen sein. So sank die durchschnittliche Verzinsung dieser Einlagenform im Jahresendquartal weiter in den negativen Bereich. Zum anderen dürften die hohen Inflationsraten das Bewusstsein der privaten Haushalte für die realen Kosten der Geldhaltung geschärft haben.

Einlagenaufbau der privaten Haushalte deutlich schwächer als sonst üblich

Das Kreditgeschäft der Banken mit dem heimischen Nichtbankensektor expandierte im vierten Quartal 2021 dagegen kräftig. Bestimmend hierfür war die starke Ausweitung der Buchkredite an den inländischen Privatsektor.

Kreditgeschäft mit Nichtbanken sehr dynamisch, bedingt durch Ausleihungen an den Privatsektor

Im Gegensatz dazu nahm das Kreditgeschäft mit dem öffentlichen Sektor erneut merklich ab.

Kräftige Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen als Zusammenspiel von verschiedenen Nachfragefaktoren ...

Ein wesentlicher Grund für die kräftige Buchkreditvergabe war die Tatsache, dass nichtfinanzielle Unternehmen in auffällig großem Umfang Buchkredite bei heimischen Banken aufnahmen. Als wesentliche Gründe für den Nachfrageanstieg führten die im BLS befragten Banken neben dem Mittelbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel auch die Finanzierung von Anlageinvestitionen an. Der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen erholte sich damit zwar, blieb aber weiterhin hinter den Werten vor Ausbruch der Pandemie zurück.

... sowie GLRG III-Motiven der Banken

Der Anstieg der Buchkredite betraf alle Laufzeiten, war aber besonders stark bei den kurzfristigen Buchkrediten. Hier dürfte – wie im Euroraum insgesamt – das Ende der Referenzperiode für den Erhalt von Sonderzinskonditionen bei den GLRG III-Geschäften eine Rolle gespielt haben. Es veranlasste einige Banken dazu, insbesondere die Vergabe von kurzfristigen Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen im Jahresendquartal zu forcieren. Dies geschah teilweise zu sehr günstigen Zinskonditionen.

Kreditvergabe-politik im Firmenkunden-geschäft insgesamt nachfrage-freundlich

Dazu passt, dass die Banken ihre Kreditbedingungen insgesamt betrachtet im vierten Quartal gelockert haben. So verengten die Banken die Margen für durchschnittlich riskante und für risikoreichere Ausleihungen. Letztmalig wurden die Margen im Herbst 2018 verengt. Die Kreditvergabeberichtlinien im Firmenkundengeschäft blieben gemäß BLS-Angaben dagegen im Berichtsquartal zum dritten Mal in Folge per saldo unverändert.

Kreditvergabe für Wohnungs-bauzwecke mit konstant hohen Zuwächsen

Neben dem dynamischen Firmenkundengeschäft verzeichneten die Banken im Berichtsquartal auch im Kreditgeschäft mit den inländischen privaten Haushalten per saldo kräftige Zuwächse. Verantwortlich hierfür waren die konstant hohen Zuflüsse bei den Wohnungsbaukrediten. Zu der anhaltend hohen Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten dürfte auch die im Sommer 2021 stark

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

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt

Position	2021	
	3. Vj.	4. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	37,1	0,7
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	-5,7	10,4
über 2 Jahre	-5,0	-2,0
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	0,1	-0,5
über 3 Monate	-0,8	-0,5
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	-0,7	-2,4
Wertpapierkredite	0,3	-4,7
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	40,1	58,0
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	23,6	24,3
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	15,3	31,0
Wertpapierkredite	4,1	3,6

* 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

ausgeweitete Bundesförderung für energieeffiziente Gebäude beigetragen haben, die neben zinsgünstigen Darlehen hohe Zuschüsse für Neubauten und Sanierungen beinhaltete. Insgesamt hat sich das Jahreswachstum der zu Wohnbauzwecken aufgenommenen Kredite im Jahresendquartal aber nicht weiter beschleunigt: Es bewegte sich mit 7,1% Ende Dezember nahe seinem im Vorquartal erreichten historischen Höchstwert von 7,2%.

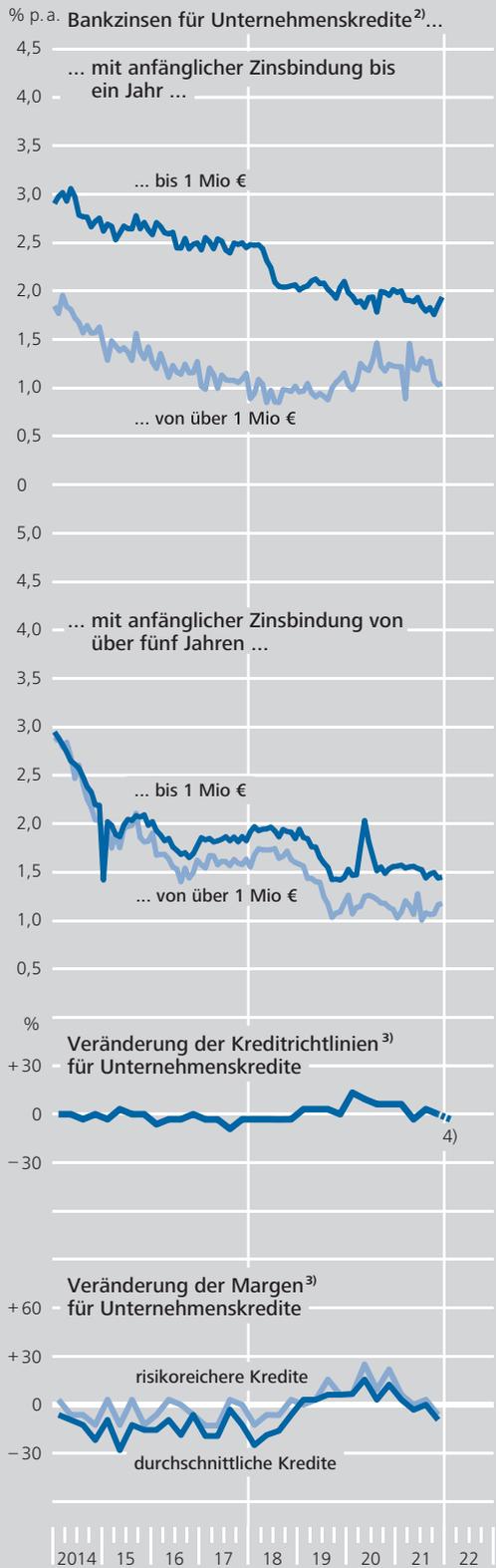
Die Kreditrichtlinien im Bereich der privaten Baufinanzierung wurden im vierten Quartal per saldo erneut marginal verschärft. Die Ablehnungsquote stieg gegenüber dem Vorquartal wieder etwas an. Nach den Anstiegen im Jahr 2020 dürfte sie sich somit auf einem erhöhten Niveau bewegen. Die Kreditbedingungen wurden insgesamt betrachtet per saldo marginal gelockert.

Die Richtlinien für Konsumenten- und sonstige Kredite an private Haushalte wurden laut BLS

Richtlinien für Wohnungsbaukredite marginal verschärft, Kreditbedingungen insgesamt geringfügig gelockert

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 Kreditrichtlinien: 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. 2022.

Angebotspolitik bei Konsumenten- und sonstigen Krediten insgesamt freundlich, Nettokreditvergabe dennoch ohne nennenswerte Zuflüsse

im vierten Quartal 2021 nicht angepasst, nachdem sie in den vorangegangenen drei Quartalen per saldo leicht gelockert worden waren. Gleichzeitig haben die Banken ihre Zinsen für Konsumenten- und sonstige Kredite im vierten Quartal nachfragefreundlich gestaltet. Dennoch blieb die aktuelle Nettokreditvergabe in diesem Kreditsegment ohne nennenswerte Zuflüsse. Diese Entwicklung dürfte nicht zuletzt mit dem zum Jahresende wieder verschärften Pandemiegeschehen zusammenhängen.

Refinanzierungsumfeld deutscher Banken etwas verbessert

Im Rahmen der in der Januar-Umfrage gestellten zusätzlichen Fragen berichteten die deutschen Banken von einer im Vergleich zum Vorquartal erneut verbesserten Refinanzierungssituation vor allem bei der Finanzierung über mittel- bis langfristige Schuldtitel und bei kurzfristigen Einlagen.

Höhe der NPL-Quote ohne nennenswerten Einfluss auf Änderung der Kreditvergabepolitik deutscher Banken im zweiten Halbjahr 2021

Im Zuge der regulatorischen und aufsichtlichen Aktivitäten stärkten die Banken im vergangenen Jahr ihre Eigenkapitalposition weiter. Die Höhe der NPL-Quote (prozentualer Anteil des Bestandes (brutto) an notleidenden Krediten am Bruttobuchwert der Kredite) hatte im zweiten Halbjahr 2021, im Einklang mit den Erwartungen der Banken, keine oder nur marginale Auswirkungen auf die Kreditangebotspolitik. Auch für das erste Halbjahr 2022 rechnen die Banken mit keinem nennenswerten Einfluss der NPL-Quote auf ihre Angebotspolitik.

Kreditrichtlinien im zweiten Halbjahr 2021 im Bereich der Gewerbeimmobilien verschärft

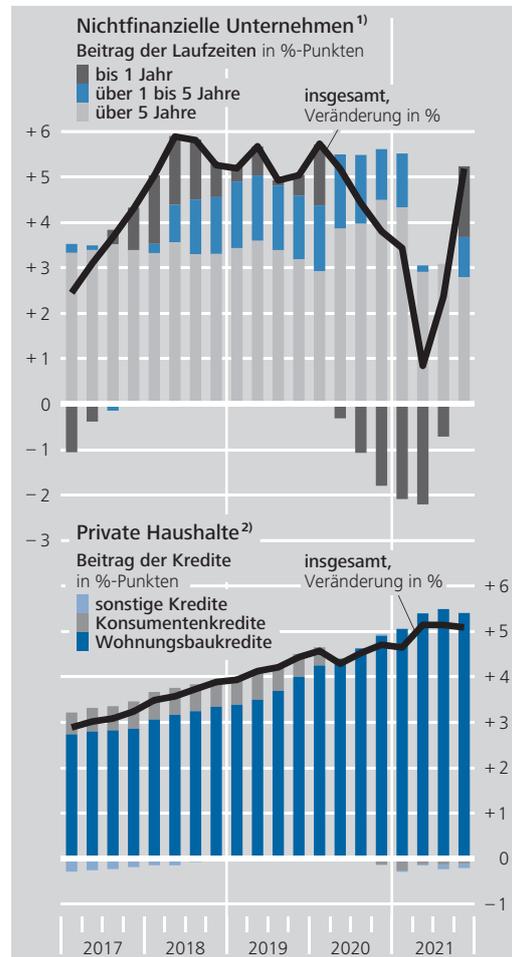
Die deutschen Banken ließen die Kreditrichtlinien im zweiten Halbjahr 2021 in nahezu allen erfragten Wirtschaftssektoren weitgehend unverändert. Erkennbare Verschärfungen meldeten sie nur im Gewerbeimmobiliensektor. Für das erste Halbjahr 2022 planen die Banken Lockerungen bei den Gewerbeimmobilien und strengere Vergabemaßstäbe im Wohnimmobiliensektor.

Richtlinien für Kredite mit staatlichen Garantien im zweiten Halbjahr 2021 unverändert

Bei Corona-Hilfskrediten, die der Staat teilweise oder ganz garantiert, nahmen die Banken im zweiten Halbjahr 2021 keine Änderung der Vergaberichtlinien vor. Im ersten Halbjahr hatten die Banken die Vergabemaßstäbe noch ge-

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

lockert. Die Nachfrage nach Unternehmenskrediten mit infolge der Corona-Pandemie gewährten staatlichen Garantien ging laut Angabe der Banken im zweiten Halbjahr 2021 bei den großen Unternehmen weiter zurück. Dies wurde mit einem gesunkenen Mittelbedarf für Anlageinvestitionen begründet sowie damit, dass in geringerem Umfang garantierte Kredite zur Substitution nicht garantierter Kredite aufgenommen wurden. Vonseiten kleiner und mittlerer Unternehmen nahm die Nachfrage marginal zu, weil wieder mehr Mittel zur Deckung des akuten Liquiditätsbedarfs nachgefragt wurden.