

## ■ Geldpolitik und Bankgeschäft

### ■ Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

*EZB-Rat erhöht Leitzinsen im September um 25 Basispunkte*

Auf seiner geldpolitischen Sitzung im September 2023 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Damit notiert der Zinssatz für die Einlagefazilität, der für die Geldmarktsätze aktuell am bedeutendsten ist, bei 4 %. Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität liegen bei 4,5 % und bei 4,75 %. Die Zinserhöhung soll den Fortschritt in Richtung einer zeitnahen Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % verstärken. Diese Entscheidung spiegelte die aktuelle Beurteilung der Inflationsaussichten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission durch den EZB-Rat wider. Die realisierte Inflation ging zwar weiter zurück, laut den September-Projektionen wird sie jedoch – wie in den vorherigen Projektionen – zu lange zu hoch bleiben. Gemäß den neuen Projektionen wird die Gesamtinflation für 2023 bei 5,6 %, für 2024 bei 3,2 % und für 2025 bei 2,1 % liegen. Damit korrigierten die Fachleute der EZB den Pfad für die Gesamtinflation gegenüber den Juni-Projektionen für 2023 und 2024 nach oben und für 2025 leicht nach unten. Auch wenn bei den meisten Indikatoren für den zugrunde liegenden Preisdruck eine Abschwächung eingesetzt hatte, blieb er weiterhin hoch. Die Projektionen für die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wurden gegenüber den Juni-Projektionen geringfügig nach unten korrigiert. Nach Einschätzung des EZB-Rats verschärfte sich die Finanzierungsbedingungen weiter und dämpfte zunehmend die Nachfrage, was ein wichtiger Faktor bei der Rückführung der Inflation zum Zielwert ist.

*Künftige Zinsbeschlüsse weiterhin mit datengestütztem Ansatz*

Der EZB-Rat war auf Grundlage seiner Beurteilung im September der Auffassung, dass die Leitzinsen durch die Zinserhöhung ein Niveau erreicht haben, das einen erheblichen Beitrag

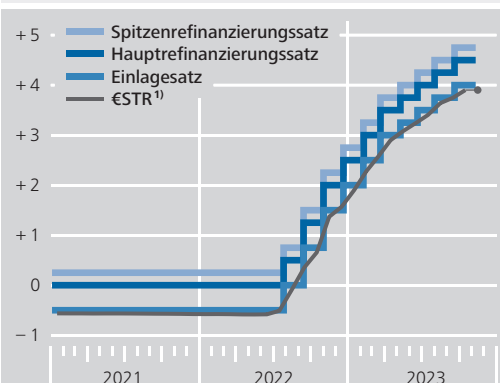
zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird. Dazu muss dieses Leitzinsniveau jedoch lange genug aufrechterhalten werden. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer eines ausreichend restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. Die Zinsbeschlüsse werden weiterhin vor allem auf der Einschätzung der Inflationsaussichten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren.

Im Oktober 2023 beließ der EZB-Rat die Leitzinssätze erstmals seit dem Beginn der Zinserhöhungen im Juli 2022 unverändert. Die seit der Sitzung im September eingegangenen Daten bestätigten weitgehend die Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten. Im September ging die Inflationsrate zwar merklich zurück, unter anderem aufgrund starker Basiseffekte. Auch die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation waren weiter rückläufig. Der EZB-Rat erwartet aber nach wie vor, dass die Inflation zu lange zu hoch sein wird. Zudem bestehen die Aufwärtsrisiken für die Inflation aus den vorherigen Monaten fort. Zu diesen Risiken gehören ein dauerhafter Anstieg

*Leitzinsen im Oktober unverändert*

**Leitzinssätze und Geldmarktzinsen im Euroraum**

% p. a.



Quelle: EZB. 1 Monatsdurchschnitte. • = Durchschnitt 1. bis 10. November 2023.

Deutsche Bundesbank

## Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Im Betrachtungszeitraum vom 2. August 2023 bis 31. Oktober 2023<sup>1)</sup> sank die Überschussliquidität im Eurosystem um insgesamt 129,3 Mrd € auf durchschnittlich 3 587,4 Mrd €, blieb aber weiterhin auf hohem Niveau. Haupttreiber dieses Rückgangs waren vorzeitige Rückzahlungen und Fälligkeiten bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der dritten Serie (GLRG III) sowie die Verringerung des ausstehenden Volumens der Ankaufprogramme.

Der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren (siehe unten stehende Tabelle) in der MP 6/2023 (September/Oktober) sank im Eurosystem im Vergleich zur MP 4/2023 (Juni/August) deutlich um 124,6 Mrd € auf durchschnittlich 1 539,6 Mrd €. Ohne diese liquiditätszuführende Entwicklung wäre die Überschussliquidität noch stärker zurückgegangen. Hauptverantwortlich für den

rückläufigen Liquiditätsbedarf war die um 80,7 Mrd € deutlich gestiegene Summe aus den Netto-Währungsreserven und den sonstigen Faktoren, die aufgrund liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden. Dies lag unter anderem am Rückgang nicht geldpolitischer Einlagen, die in den sonstigen Faktoren enthalten sind. Hierzu zählen insbesondere die Einlagen ausländischer Zentralbanken, die um 34,6 Mrd € sanken. Die in Deutschland gehaltenen Einlagen gingen um 20,2 Mrd € zurück. Darüber hinaus wirkten der Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte um 31,6 Mrd € (davon in Deutschland 21,2 Mrd €) und der um 12,3 Mrd € auf 1 554,7 Mrd € gesunkene Banknotenumlauf im Eurosystem

<sup>1)</sup> Hierbei werden die Durchschnitte der Mindestreserveperiode (MP) 6/2023 (September 2023/Oktober 2023) mit den Durchschnitten der Mindestreserveperiode 4/2023 (Juni 2023/August 2023) verglichen.

### Liquiditätsbestimmende Faktoren <sup>\*)</sup>

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2023	
	2. August bis 19. September	20. September bis 31. Oktober
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	+ 2,8	+ 9,5
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 31,9	- 0,2
3. Netto-Währungsreserven <sup>1)</sup>	- 3,5	+ 6,9
4. Sonstige Faktoren <sup>1)</sup>	+ 36,7	+ 40,5
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 67,9</b>	<b>+ 56,7</b>
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 5,3	+ 2,5
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 81,0	- 85,6
c) Sonstige Geschäfte	- 41,8	- 43,3
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 57,0	+ 70,0
<b>Insgesamt</b>	<b>- 71,1</b>	<b>- 56,4</b>
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 3,1	+ 0,3
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,2	+ 0,7

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

<sup>1)</sup> Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

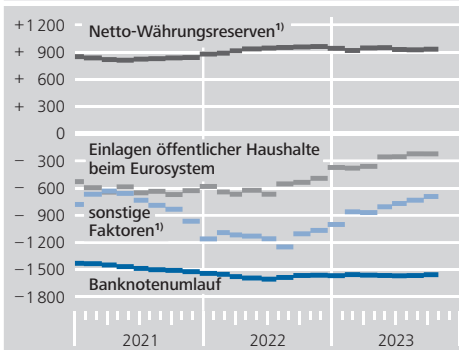
Deutsche Bundesbank

ebenfalls liquiditätszuführend. In Deutschland stieg dagegen die Netto-Banknotenemission um 4,9 Mrd € auf 912,8 Mrd €. Das Mindestreservesoll nahm im Eurosystem im Betrachtungszeitraum um 0,6 Mrd € auf 164,5 Mrd € ab, was den Bedarf an Zentralbankliquidität marginal verringerte. In Deutschland betrug das Reservesoll unverändert 44,9 Mrd €. In der MP 6/2023 wurden die beim Eurosystem gehaltenen Mindestreserven erstmals mit 0,00 % verzinst. Das Mindestreserve-Erfüllungsverhalten der Institute in Deutschland, aber auch im Euroraum insgesamt, veränderte sich im Aggregat dadurch nicht. 95 % der Zentralbankliquidität der Geschäftsbanken im Euroraum (96 % in Deutschland) wurden in der Einlagefazilität gehalten.

Das durchschnittliche ausstehende Tender volumen im Euroraum sank im Betrachtungszeitraum um 168,8 Mrd € auf 523,5 Mrd €. In den Betrachtungszeitraum fielen der Fälligkeitstermin des GLRG III.5 sowie eine freiwillige vorzeitige Rückzahlungsmöglichkeit der GLRG III.6 bis GLRG III.10 am 27. September 2023. Zurückgezahlt wurden zu diesem Termin insgesamt 101,0 Mrd €. Das Volumen in den regulären Haupt- und Dreimonatstendern stieg nach der Fälligkeit des GLRG III.5 kurzfristig leicht an, war zuletzt aber wieder rückläufig und blieb insgesamt niedrig. In Deutschland sank das durchschnittliche ausstehende Volumen aller Refinanzierungsgeschäfte im Betrachtungszeitraum um 46,4 Mrd € auf 97,6 Mrd €. Dazu trugen die Fälligkeiten und vorzeitigen freiwilligen Rückzahlungen in den GLRG III im September mit 41,2 Mrd € bei. Damit entsprach der Anteil der Banken in Deutschland am ausstehenden Volumen der Refinanzierungsgeschäfte im Eurosystem rund 19 %, somit etwa 2 Prozentpunkte weniger als in der MP 4/2023.

### Autonome Faktoren im Eurosystem<sup>1)</sup>

Mrd €, Mittelwerte in der jeweiligen Reserveperiode



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

Deutsche Bundesbank

### Ankaufprogramme des Eurosystems

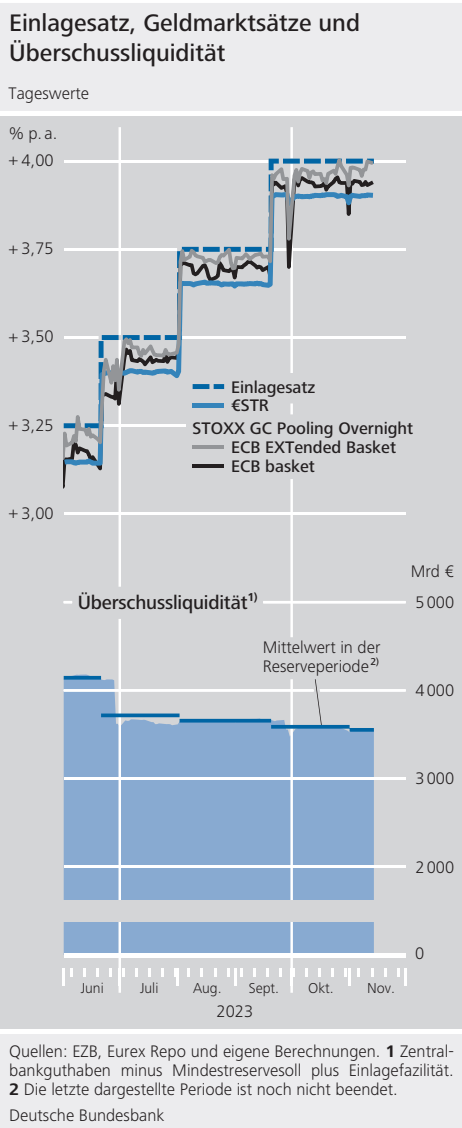
Mrd €

Programme	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 3. November 2023
<b>Aktive Programme<sup>1)</sup></b>		
PSPP	- 64,4	2 424,9
CBPP3	- 5,6	287,5
CSPP	- 7,7	327,8
ABSPP	- 2,1	14,4
PEPP	- 5,2	1 667,6
<b>Beendete Programme</b>		
SMP	+ 0,0	2,4
CBPP1	+ 0,0	0,0
CBPP2	+ 0,0	0,0

<sup>1</sup> Veränderungen aufgrund von Nettoankäufen, Fälligkeiten, Reinvestitionen und Anpassungen wegen der Amortisation.

Deutsche Bundesbank

Die Reduktion des Portfolios aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) hatte den größten Einfluss auf die Bestände der Wertpapierankaufprogramme. Seit dem 1. Juli 2023 werden die gesamten Tilgungsbeträge der Wertpapiere im APP bei Fälligkeit nicht wieder angelegt. Gleichzeitig blieben die Reinvestitionen im Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) unverändert. Insgesamt sank der geldpolitische Wertpapierbestand im Betrachtungszeitraum um 85,0 Mrd €. Der bilanzielle Bestand der Wertpapierankaufprogramme betrug zum 3. November



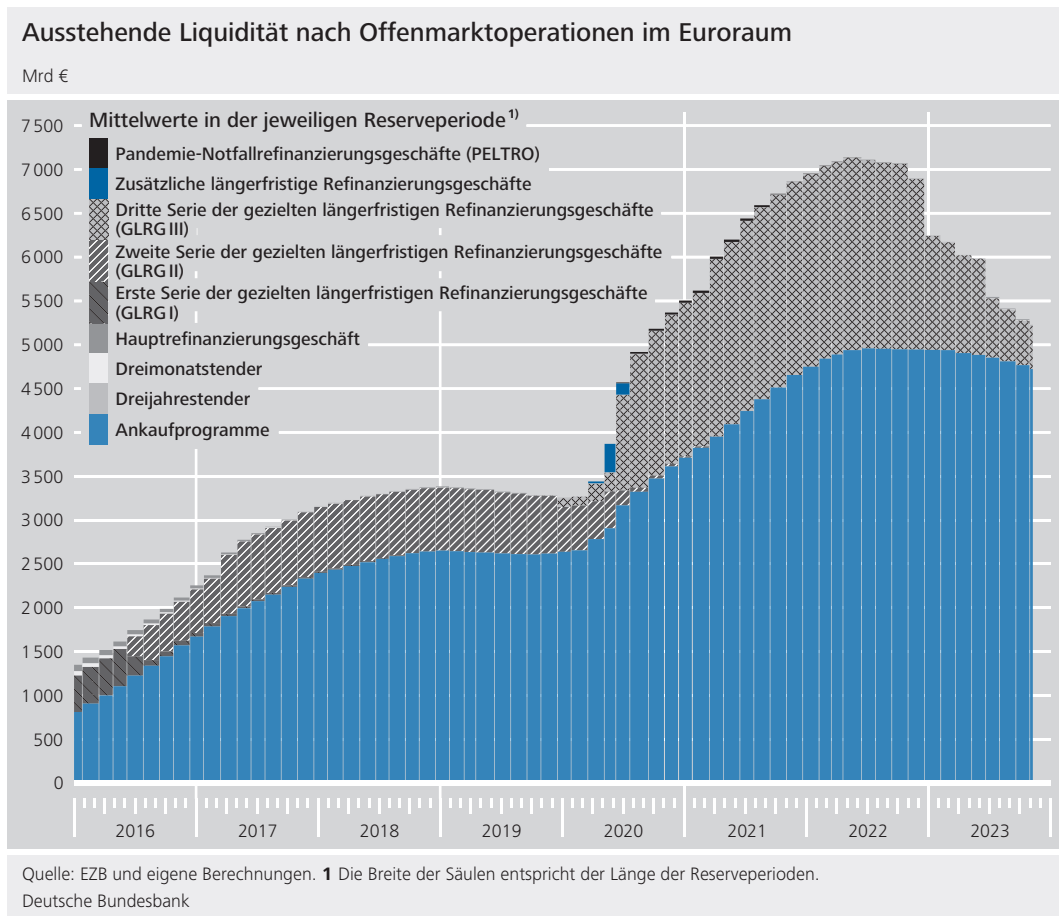
2023 4 724,6 Mrd € (siehe Tabelle auf S. 27) und blieb damit auf hohem Niveau.<sup>2)</sup>

Infolge der Leitzinserhöhungen des Eurosystems im Juli und September 2023 um jeweils 25 Basispunkte (BP) stellte sich im Tagesgeldhandel am Euro-Geldmarkt in den MP 5/2023 (August/September) und MP 6/2023 ein entsprechend höheres Zinsniveau ein. Die Fälligkeiten und Rückzahlungen der GLRG III-Geschäfte sowie die abgesenkte Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Bundesbank auf 0 % ab dem 1. Oktober 2023 beeinflussten den Tagesgeldhandel hingegen nicht.

Im Beobachtungszeitraum vollzog die unbesicherte Euro Short-Term Rate (€STR) die Leitzinserhöhungen vollständig nach. Bei einem unveränderten Abstand zum Einlagesatz von 10 BP lag die €STR im Durchschnitt der MPs bei 3,65 % beziehungsweise 3,90 %. Die bereits im vorherigen Berichtszeitraum beobachtete Entwicklung eines leicht rückläufigen Transaktionsvolumens setzte sich fort, mit einem durchschnittlichen €STR-Volumen von 60,1 Mrd € in der MP 5/2023 und 58,2 Mrd € in der MP 6/2023. Ein stärkerer Effekt auf die €STR als in der Vergangenheit ging in der MP 6/2023 von Monatsultimo-Terminen aus, mit Rückgängen zum Vortag von 2,6 BP Ende September und 1,7 BP Ende Oktober.

Für besicherte Overnight-Geschäfte auf der Handelsplattform GC Pooling der Eurex Repo verringerte sich der Abstand zum Einlagesatz im Beobachtungszeitraum weiter. Im ECB-Basket wurde durchschnittlich zu 3,70 % in der MP 5/2023 sowie 3,93 % in der MP 6/2023 gehandelt. Mit 3,73 % beziehungsweise 3,96 % lagen im ECB EXTended Basket, dem eine breitere Sicherheitenauswahl mit niedrigeren Ratinganforderungen für den Abschluss der Repo-Geschäfte zugrunde liegt, die Sätze für Tagesgeld hingegen weiterhin näher am Einlagesatz. Dabei fiel der Abstand zwischen ECB Basket und EXTended Basket mit 3 BP kleiner als im vergangenen Betrachtungszeitraum aus. Im Betrachtungszeitraum waren mit durchschnittlich 5,0 Mrd € im ECB Basket und 4,6 Mrd € im ECB EXTended Basket höhere Handelsvolumina als im vorherigen Betrachtungszeitraum zu verzeichnen. Mit Beginn der neuen MP 7/2023 (November/Dezember) blieben die oben genannten Zinssätze nahezu unverändert.

<sup>2</sup> Neben den beendeten Reinvestitionen im APP beeinflussten auch Neubewertungen und die Glättung der Reinvestitionen in beiden Programmen die Bestände.



der Inflationserwartungen auf ein Niveau über den Zielwert oder unerwartet starke Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen. Durch die erhöhten geopolitischen Spannungen könnten zudem die Energiepreise auf kurze Sicht anziehen und die mittelfristigen Aussichten unsicherer werden. Der EZB-Rat bestätigte daher auch erneut seinen datengestützten Ansatz für künftige Zinsbeschlüsse.

erhöhungen erwartet werden. Die Oktober-Entscheidung des EZB-Rats war somit im Einklang mit den Erwartungen. Auch die Geldmarkttterminalsätze preisen aktuell keinen weiteren Zins-schritt ein und zeigen an, dass die Leitzinssätze bis Mitte 2024 auf ihrem derzeitigen Niveau verbleiben. Insbesondere in den längeren Laufzeiten notieren die Geldmarkttterminalsätze derzeit aber niedriger als vor der Sitzung des EZB-Rats im Oktober, da die Marktteilnehmer stärkere Abwärtsrisiken für den Zinspfad einpreisen.

€STR vollzieht  
 Leitzinserhöhung  
 im September  
 nach

Die Euro Short-Term Rate (€STR) vollzog die Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte im September erneut in nahezu gleichem Umfang nach. Sie notierte zuletzt bei 3,903 % und damit weiterhin rund 10 Basispunkte unterhalb des Einlagesatzes.

Die geldpolitischen Wertpapierbestände waren im Berichtszeitraum insgesamt weiter rückläufig. Diese Entwicklung ist weiterhin auf die auslaufenden und nicht wiederangelegten Wertpapiere im Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) zurückzuführen. Insgesamt hielt das Eurosystem am 3. November dem APP zugehörige Aktiva in Höhe von 3 054,6 Mrd € (siehe Erläuterungen „Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf“ auf S. 26 ff. für eine Aufgliederung der Bestände

Abbau der  
 Bestände des  
 APP fortgesetzt

Geldmarkttterminalsätze und Umfragen zeigen keine weiteren Zinserhöhungen an

Derzeit sehen die Marktteilnehmer den Hochpunkt des Zinssatzes für die Einlagefazilität mit 4 % als erreicht an. Die vor der Sitzung im Oktober durchgeführte geldpolitische Umfrage des Eurosystems (Survey of Monetary Analysts) zeigte entsprechend, dass keine weiteren Zins-

in die einzelnen Teilprogramme). Die im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) ausgewiesenen Wertpapierbestände lagen am gleichen Tag bei 1 667,6 Mrd €. Der EZB-Rat wird bei den Reinvestitionen im PEPP weiterhin flexibel agieren, um pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken. Die ausgewiesenen Gesamtbestände beider Ankaufprogramme wurden zudem durch die zeitliche Glättung der Reinvestitionen und durch die Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten<sup>1)</sup> beeinflusst.

*Überschussliquidität weiter rückläufig*

Die Überschussliquidität sank seit Mitte August insgesamt um rund 92 Mrd €. Ihr Volumen lag zuletzt bei 3 552 Mrd €. Zum Rückgang trug eine weitere Endfälligkeit und ein freiwilliger Rückzahlungstermin bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der dritten Serie (GLRG III) bei. Auch die auslaufenden Wertpapiere im APP führten zu einem weiteren Absinken der Überschussliquidität. Allerdings wirkte ein Rückgang der liquiditätsabsorbierenden autonomen Faktoren gegenläufig und erhöhte für sich genommen die Überschussliquidität (siehe Erläuterungen auf S. 26 ff.).

## Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

*Jahreswachstum der Geldmenge M3 wird negativ*

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 sank im dritten Quartal 2023 erneut. Dies hatte zur Folge, dass die Wachstumsrate gegenüber dem Vorjahr erstmals seit Beginn der Währungsunion negativ wurde; Ende September betrug sie  $-1,2\%$  (siehe Schaubild auf S. 31). Der steile Rückgang des Geldmengenwachstums spiegelt die Anpassung in der Geldhaltung an das veränderte Zinsumfeld wider. Der anhaltende Zinsanstieg motivierte die geldhaltenden Sektoren insbesondere, ihre relativ niedrig verzinsten M3-Anlagen in höher verzinsliche Anlageformen außerhalb von M3 umzuschichten. Auf der Entstehungsseite bremsten der fortgesetzte Abbau der Bilanzaktiva des Eurosystems sowie eine stagnierende Buchkreditver-

gabe der Banken das Wachstum von M3. Die Abschwächung im Kreditgeschäft war sowohl auf nachfrage- als auch auf angebotsseitige Faktoren zurückzuführen: Die Kreditnachfrage der nichtfinanziellen Unternehmen und privaten Haushalte wurde durch den Anstieg der Finanzierungskosten und die eingetrübten Konjunkturaussichten gedämpft, während die an der aktuellen Umfrage zum Bankkreditgeschäft (Bank Lending Survey, BLS) teilnehmenden Bankenangaben, ihre Kreditangebotspolitik vor allem aufgrund erhöhter Kreditrisiken weiter gestrafft zu haben.

Im dritten Quartal verzeichnete die Geldmenge M3 zwar erneut per saldo Abflüsse (siehe Tabelle auf S. 32). Sie fielen aber geringer aus als in den Vorquartalen. Dies lag im Wesentlichen daran, dass finanzielle Unternehmen per saldo kurzfristige Bankeinlagen aufbauten, auch in Reaktion auf einen rückläufigen Risikoappetit an den Finanzmärkten und dem damit einhergehenden Abbau risikoreicherer Anlagen. Zudem bauten private Haushalte ihre in M3 enthaltenen Einlagen netto kaum noch ab, sondern nahmen vor allem Umschichtungen innerhalb von M3 vor. Private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen schichteten wie bereits in den Vorquartalen in großem Umfang täglich fällige Einlagen in kurzfristige Termineinlagen um, wobei erstere zusätzlich ihre kurzfristigen Spareinlagen weiter reduzierten. Wesentlicher Grund für diese Portfolioanpassungen dürfte die langsame Weitergabe der gestiegenen Geldmarktzinsen an die Zinssätze für täglich fällige Einlagen und kurzfristige Spareinlagen sein. Im Vergleich zu Termineinlagen wurden sie dadurch relativ unattraktiv.

*Täglich fällige Einlagen zugunsten kurzfristiger Termineinlagen weiter abgebaut*

Portfolioumschichtungen fanden aber auch in Anlageformen außerhalb von M3 statt. Für Banken hat die Finanzierung über längerfristige Einlagen und Schuldtitel mit der schrittweisen Rückzahlung der GLRG-Darlehen wieder an

*Portfolioumschichtungen in Anlagen außerhalb von M3*

<sup>1</sup> Insbesondere wird die Differenz zwischen Anschaffungs- und Rückzahlungswert über die Restlaufzeit des Wertpapiers verteilt, als Teil des Zinsertrags behandelt und beim (somit fortgeführten) Anschaffungswert berücksichtigt.



Bedeutung gewonnen. Die mit diesen Finanzierungsformen verbundene Rendite war gerade auch im Vergleich zur Rendite kurzfristiger M3-Einlagen attraktiver. Dies führte dazu, dass die geldhaltenden Sektoren im dritten Quartal erneut in größerem Umfang längerfristige Einlagen und insbesondere längerfristige Bankschuldverschreibungen nachfragten. Finanzierungsrechnungsdaten deuten darauf hin, dass vor allem private Haushalte ihre Ersparnis auch in Anlagen außerhalb des Bankensektors, beispielsweise in Staatsanleihen, investierten. Im Gegensatz dazu scheinen nichtfinanzielle Unternehmen die Mittel, die sie durch den Abbau ihrer M3-Einlagen erlangten, in geringerem Maße für Portfolioumschichtungen verwendet zu haben. Vielmehr dürften sie frei werdende Liquiditätsreserven genutzt haben, um ihre gestiegenen Ausgaben zu finanzieren oder Kredite zu tilgen.

*Steigende Anlagen außerhalb von M3 und Anstieg der Netto-Auslandsposition neutralisieren die Auswirkung auf M3*

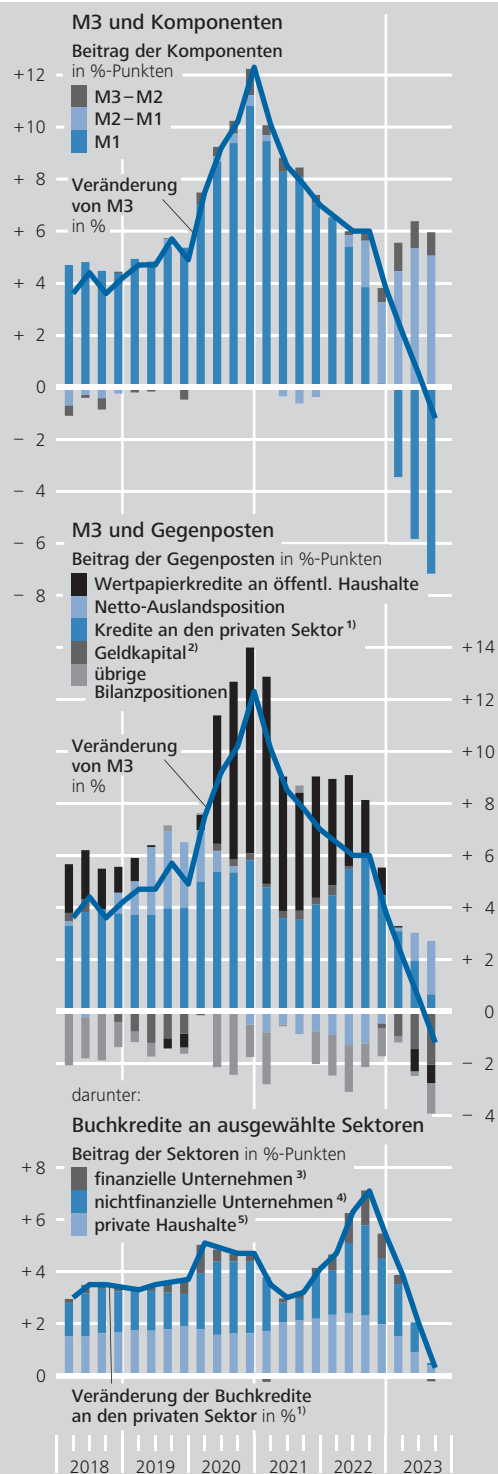
Neben den heimischen privaten Haushalten fragten auch gebietsfremde Anleger im Berichtsquartal erneut in größerem Umfang Anleihen aus dem Euroraum nach. Infolgedessen flossen den inländischen Nichtbanken flossen somit aus dem Wertpapierverkehr mit dem Ausland per saldo Mittel zu. Gleichzeitig stieg der Überschuss in der Leistungsbilanz des Euroraums wieder an. Die Mittelzuflüsse aus dem Ausland führten zu einem Anstieg der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors und stützten für sich genommen das Geldmengenwachstum. Insgesamt überwogen im Berichtsquartal jedoch die dämpfenden Einflüsse auf das M3-Wachstum.

*Wertpapierkredite gegenüber öffentlichen Haushalten weiter abgebaut*

Der Abbau der Geldmenge traf im dritten Quartal auf eine nur noch geringfügig steigende Kreditvergabe im Euroraum. Während die Buch- und Wertpapierkredite an den Privatsektor leicht zulegten, nahmen die Kredite an öffentliche Haushalte weiter ab. Dies war eine Folge des schrittweisen Abbaus des APP-Portfolios des Eurosystems, der sich durch die vollständige Beendigung der Reinvestitionen im Rahmen des APP im Juli nochmals beschleunigte.

## Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahr, Quartalsendstände, saisonbereinigt



Quelle: EZB. **1** Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFIs erbracht wurden. **2** Mit negativem Vorzeichen abgetragen, da eine Zunahme für sich betrachtet das M3-Wachstum dämpft. **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 <sup>\*)</sup>

Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2023 2. Vj.	2023 3. Vj.	Passiva	2023 2. Vj.	2023 3. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	10,7	26,6	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	- 102,1	- 25,1
davon:			Geldmenge M3	- 47,0	- 4,3
Buchkredite	- 29,6	21,7	davon Komponenten:		
Buchkredite, bereinigt <sup>1)</sup>	4,3	19,7	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	- 259,1	- 165,6
Wertpapierkredite	40,3	4,9	Übrige kurzfristige Einlagen (M2-M1)	190,4	151,7
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	- 85,4	- 13,1	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	21,7	9,7
davon:			Geldkapital	94,1	92,4
Buchkredite	- 9,6	4,7	davon:		
Wertpapierkredite	- 75,8	- 17,8	Kapital und Rücklagen	13,5	22,2
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	91,5	117,1	Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	80,6	70,2
Andere Gegenposten von M3	- 71,9	- 67,6			

\* 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

*Geringfügiger Abbau der Buchkredite an nicht-finanzielle Unternehmen, ...*

Die Buchkreditvergabe an den nichtfinanziellen Privatsektor im Euroraum stagnierte. Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen wurden per saldo sogar in geringem Umfang abgebaut. Unter den vier großen Mitgliedsländern des Euroraums verzeichneten nur noch Banken in Frankreich einen Nettozuwachs in diesem Kreditsegment, während der Saldo bei Banken in Deutschland, Italien und Spanien negativ war. Für den Euroraum insgesamt sank die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite bis Ende September auf 0,2 %, nachdem sie vor einem Jahr mit 8,9 % noch auf einem Mehrjahreshoch gelegen hatte.

*... sowohl angebotsseitig ...*

Maßgeblich für die geringe Dynamik der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen waren die schwache Wirtschaftsentwicklung und das veränderte Zinsumfeld im Euroraum. Zum einen veranlassten ihre gestiegenen Finanzierungskosten die Banken im Euroraum, die Kreditzinsen weiter zu erhöhen. Dies dämpfte die Kreditnachfrage. Zum anderen reagierten die Banken auf das verschlechterte Risikobild auf der Kreditnehmerseite mit einer weiteren Straffung ihrer Kreditrichtlinien. Neben den aktuellen Straffungen dürften auch die Straffungen der Kreditangebotsbedingungen aus den vergangenen Quartalen die Kreditvergabe gedämpft haben.

Auch die Unternehmen reagierten auf das gesamtwirtschaftliche Umfeld. Sie reduzierten erneut ihre Nachfrage nach kurzfristigen Krediten (siehe Schaubild auf S. 33) und zogen es vor, ihre gestiegenen Ausgaben lieber aus eigenen Mitteln zu finanzieren, als neue, sich schnell vertuernde Kredite aufzunehmen. Dazu passt, dass die nichtfinanziellen Unternehmen in den letzten Quartalen per saldo Liquiditätsreserven in Form gering verzinsten Einlagen auflösten. Zugleich weiteten die Unternehmen die Aufnahme langfristiger Buchkredite im Einklang mit der abgeschwächten Investitionsdynamik insbesondere bei den Bauinvestitionen nur moderat aus.

*... als auch nachfrageseitig getrieben*

Aus Sicht der im BLS befragten Banken im Euroraum nahm die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im dritten Quartal 2023 zum vierten Mal in Folge ab. Der Rückgang der Kreditnachfrage war bei großen Unternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen gleichermaßen ausgeprägt; er war abermals deutlich stärker, als von den Banken im Vorquartal erwartet worden war. Auch für das vierte Quartal 2023 rechnen die Banken mit einem weiteren Rückgang der Kreditnachfrage. Haupttreiber der schwachen Kreditdynamik im dritten Quartal waren laut Bankangaben erneut der Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus und der Rückgang des Mittelbedarfs für Anlageinvestitionen.

*Zinsanstieg und rückläufiger Mittelbedarf für Anlageinvestitionen laut BLS Hauptgründe für starken Nachfragerückgang*



*Weitere Straffung der Kreditrichtlinien im Unternehmensgeschäft aufgrund des gestiegenen Kreditrisikos*

Die im BLS interviewten Banken setzten die Straffung ihrer Richtlinien für Unternehmenskredite im dritten Quartal in ähnlich starkem Umfang wie im Vorquartal fort. Als Hauptgrund für die Anpassungen nannten die befragten Banken abermals das gestiegene Kreditrisiko. Hier führten die Banken vor allem branchen- und firmenspezifische Faktoren an. Aber auch die gedämpfte Wirtschaftslage und der schwache Konjunkturausblick trugen zu den Straffungen bei. Dagegen spielten originär bankseitige Faktoren wie die Risikotoleranz oder die Liquiditätsposition der Banken laut Angaben aus dem BLS bei der Straffung der Kreditrichtlinien eine geringere Rolle.

*Schwache Buchkreditvergabe an private Haushalte, insbesondere bei Wohnungsbaukrediten*

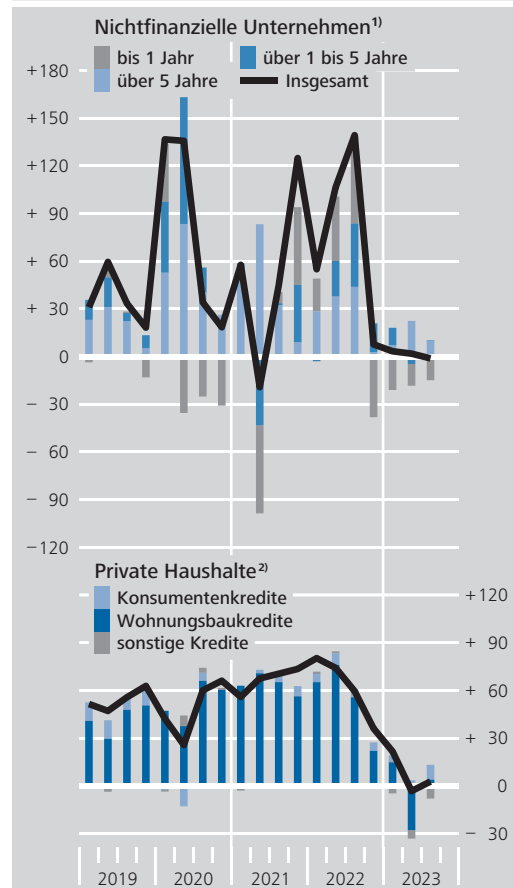
Die Buchkreditvergabe der Banken an private Haushalte war wie im Vorquartal schwach; per saldo gab es nur einen geringfügigen Zuwachs. Als volumenmäßig bedeutendste Komponente legten die Wohnungsbaukredite, bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen, abermals nur in geringem Umfang zu. Zugleich vergrößerte sich der Nettoabfluss bei den Ausleihungen der Kategorie „sonstige Kredite“ (darunter Kredite an Einzelunternehmen). Weiter spürbar aufgebaut wurden lediglich Konsumentenkredite. Im Aggregat sank die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte Ende September auf 0,8% und lag damit knapp 4 Prozentpunkte niedriger als auf ihrem Mitte 2022 erreichten Mehrjahreshoch.

*Nachfrage nach Krediten an private Haushalte durch Zinsniveau, Inflation und Hauspreise gedämpft, ...*

Hierzu passt, dass die im BLS befragten Banken von einem weiteren Rückgang der Kreditnachfrage der privaten Haushalte im dritten Quartal berichteten. Insbesondere bei den Wohnungsbaukrediten beobachteten die befragten Banken erneut eine kräftig gesunkene Nachfrage. Der Nachfragerückgang dürfte sich nach Einschätzung der BLS-Banken auch im vierten Quartal fortsetzen. Als Gründe für den geringeren Mittelbedarf der privaten Haushalte im dritten Quartal nannten die interviewten Banken vor allem das gestiegene Zinsniveau, den Rückgang des Verbrauchervertrauens und – bei den Wohnungsbaukrediten – die eingetrübten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt. Im BLS

### Buchkredite des MFI-Sektors an den nichtfinanziellen Privatsektor im Euroraum<sup>\*)</sup>

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt



\* Aggregate bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFI's erbracht wurden. **1** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **2** Sowie private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Deutsche Bundesbank

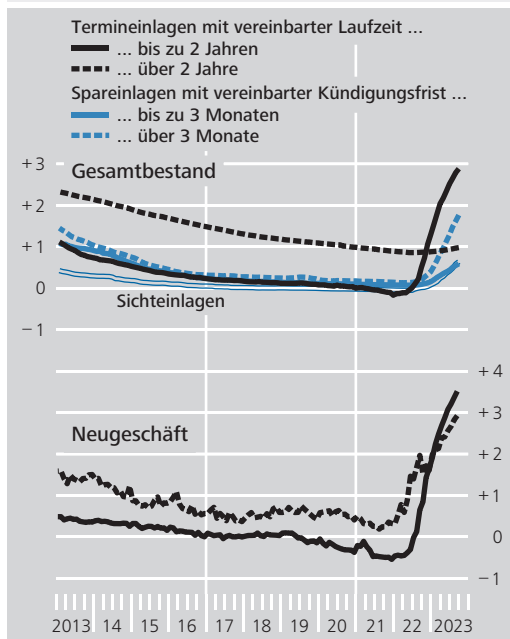
nicht abgefragt wird der Einfluss der Inflation, die ebenfalls zur Schwächung der Kreditdynamik insbesondere bei den Wohnungsbaukrediten beigetragen haben dürfte. Die hohen Inflationsraten der vergangenen zwei Jahre haben das reale Geldvermögen und das verfügbare Realeinkommen der privaten Haushalte reduziert. Außerdem belasten die kräftig gestiegenen Baupreise und die nach wie vor hohen Hauspreise die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten.

Ebenfalls dämpfend auf die Kreditdynamik wirkte sich die Angebotspolitik der Banken aus. Die im BLS befragten Banken gaben an, ihre

*... Kreditrichtlinien der Banken zugleich weiter gestrafft*

## Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland<sup>\*)</sup>

% 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

Richtlinien für Wohnungsbaukredite erneut und ähnlich stark wie im Vorquartal gestrafft zu haben. Hierzu trugen auch bankseitige Faktoren wie eine gesunkene Risikotoleranz bei. Wie im Unternehmenskreditgeschäft nannten die befragten Banken als Hauptgrund für die Straffung aber das ihrer Einschätzung nach gestiegene Kreditrisiko. Neben der Eintrübung der allgemeinen Wirtschaftslage und den verschlechterten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt spielte hier auch die gesunkene Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer eine Rolle.

## Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

*Einlagen-geschäft nur noch moderat gestiegen, private Haushalte mit dem größten Beitrag*

Das Einlagengeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden nahm im dritten Quartal 2023 nur noch moderat zu. Zwar wurden die kurzfristigen Termineinlagen erneut stark aufgestockt. Ihr Anstieg speiste sich jedoch größ-

tenteils aus Umschichtungen zulasten täglich fälliger Einlagen und kurzfristiger Spareinlagen. Damit reagierten die Anleger, insbesondere die privaten Haushalte, auf die weiter gestiegene Renditedifferenz zwischen den marktnah verzinsten kurzfristigen Termineinlagen und den übrigen kurzfristigen Bankguthaben (siehe nebenstehendes Schaubild). Gleichzeitig veranlasste die ebenfalls gestiegene Verzinsung längerfristiger Bankguthaben die privaten Haushalte, auch diese Guthaben weiter aufzustocken.

Der Einlagenaufbau der nichtfinanziellen Unternehmen fiel dagegen vergleichsweise gering aus. Dies zeigte sich darin, dass die nichtfinanziellen Unternehmen ihre kurzfristigen Termingelder in geringerem Umfang als in den Quartalen zuvor aufbauten und gleichzeitig ihre übrigen kurz- und langfristigen Bankeinlagen reduzierten. Insgesamt spricht diese Entwicklung für eine Verringerung der Einnahmenüberschüsse dieses Sektors, die im Zusammenhang mit den hohen Kosten und der schwachen Nachfrage aus dem In- und Ausland zu sehen ist.

*Einlagenaufbau der nichtfinanziellen Unternehmen erneut schwach*

Die finanziellen Unternehmen bauten dagegen ihre Einlagenbestände bei den heimischen Banken im dritten Quartal über alle Kategorien ab. Im aktuellen Umfeld dürfte das Anlageverhalten dieses traditionell renditebewussteren Sektors durch Umschichtungen zugunsten besser verzinsten Anlageformen motiviert sein.

*Einlagen der finanziellen Unternehmen von Umschichtungen in besser verzinsten Anlageformen geprägt*

Auch das Kreditgeschäft der deutschen Banken mit inländischen privaten Kunden schwächte sich im dritten Quartal 2023 weiter ab. Dies lag daran, dass die Banken ihre Bestände an Wertpapieren privater Emittenten per saldo abbauten, während die Zuflüsse bei den Buchkrediten schwach blieben. Zurückzuführen war dies auf die geringe Dynamik der Buchkreditvergabe sowohl an private Haushalte als auch an nichtfinanzielle Unternehmen.

*Zuwachs Kreditgeschäft mit privaten Kunden erneut gesunken*

Im Gegensatz zum Vorquartal verzeichneten die Banken im Buchkreditgeschäft mit den inlän-

*Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen negativ, jedoch mit unterschiedlicher Entwicklung in einzelnen Laufzeiten*

dischen nichtfinanziellen Unternehmen im Berichtsquartal sogar ein leichtes Minus. Dahinter standen Nettotilgungen von kurz- und mittelfristigen Ausleihungen mit einer Laufzeit von bis zu fünf Jahren. Dieser Abbau ging nicht mehr primär auf Rückzahlungen von Krediten zurück, die die KfW im vergangenen Jahr an Unternehmen des Energiesektors gewährt hatte, sondern verteilte sich breiter über die Bankengruppen. Dagegen nahmen die länger laufenden Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen erneut moderat zu, wobei dieser Zuwachs vor allem von den Kreditgenossenschaften und Sparkassen getragen wurde.

*Höhere Kreditzinsen und geringerer Mittelbedarf für Investitionen dämpfen Kreditnachfrage*

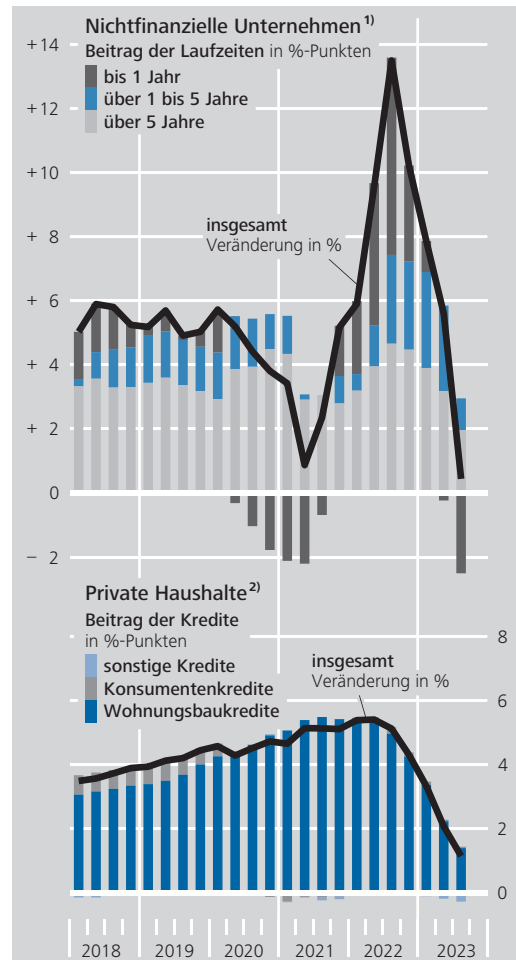
Insgesamt spiegelt die aktuelle Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen mehrere Faktoren wider und dürfte sowohl nachfrage- als auch angebotsseitig getrieben sein. Zum einen dämpfen die mittlerweile deutlich gestiegenen Kreditzinsen, die verhaltene Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen aus dem In- und Ausland und die unsicheren Wirtschaftsaussichten derzeit die Kreditnachfrage. Die Angaben des BLS bestätigen dieses Bild: Als Gründe für die ihrer Einschätzung nach erneut gesunkene Kreditnachfrage nannten die befragten Banken in erster Linie den Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus und den Rückgang des Mittelbedarfs für Anlageinvestitionen.

*Kreditangebotspolitik weiter gestrafft*

Aber auch die Kreditangebotspolitik übte im Berichtsquartal einen dämpfenden Einfluss auf die Kreditvergabe aus. So berichteten die im BLS befragten Banken, dass sie ihre Kreditrichtlinien im Firmenkundengeschäft per saldo erneut gestrafft hätten – und zwar im gleichen Umfang wie im Vorquartal – und meldeten in der Summe strengere Kreditbedingungen. Im Vorquartal hatten die Banken noch angegeben, keine nennenswerte Richtlinienstraffung mehr vornehmen zu wollen. Die Banken begründeten die restriktivere Ausgestaltung der Vergabepolitik vor allem mit dem erhöhten Kreditrisiko im Hinblick auf branchen- und firmenspezifische Faktoren, die gedämpfte Wirtschaftslage und die Konjunkturaussichten.

## Buchkredite<sup>1)</sup> deutscher Banken an den inländischen nichtfinanziellen Privatsektor

Veränderung gegenüber Vorjahr, Quartalsendstände, saisonbereinigt



\* Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. **1** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **2** Insl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

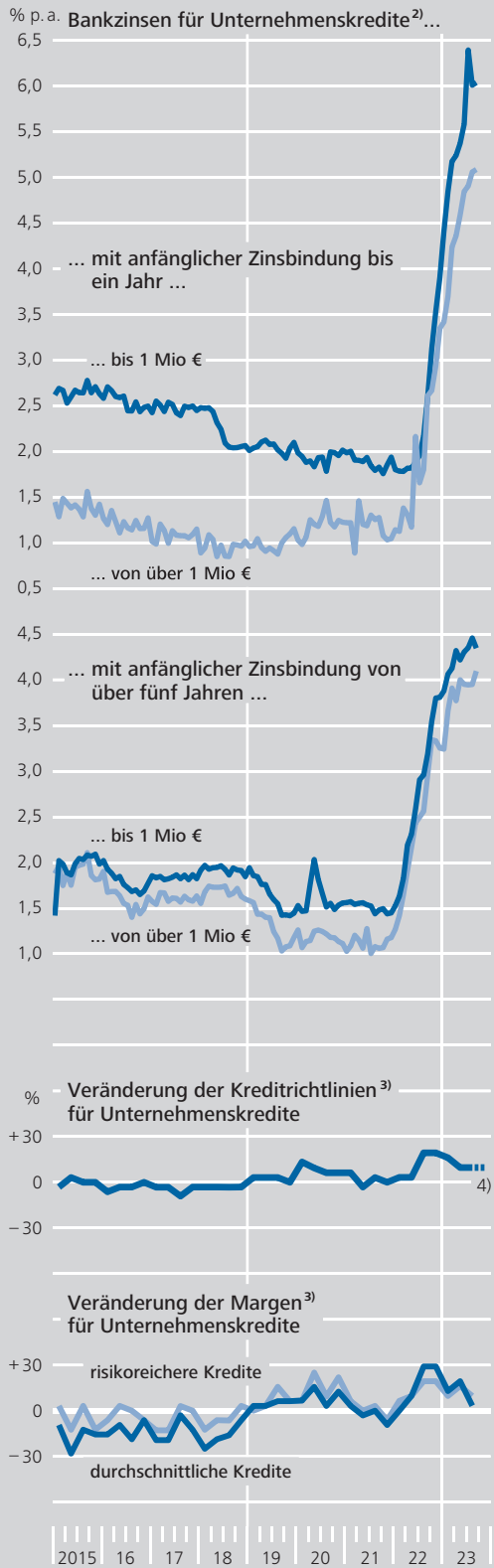
Deutsche Bundesbank

Das Kreditgeschäft mit inländischen privaten Haushalten blieb im dritten Quartal ebenfalls schwach. Dabei fragten private Haushalte per saldo erneut weniger Wohnungsbaukredite nach und tilgten ihre Bankkredite zu Konsum- und sonstigen Zwecken insgesamt erkennbar. Die hohe Inflation, die erhöhten Baupreise und die weiter gestiegenen Finanzierungskosten dämpften die Nachfrage der privaten Haushalte nach Bauleistungen beziehungsweise Bankkrediten. Laut MFI-Zinsstatistik stiegen die Zinssätze für langfristige Wohnungsbaukredite im dritten Quartal insgesamt weiter leicht an und lagen zuletzt bei knapp 4%.

*Wachstum der Wohnungsbaukredite weiter abgeschwächt*

## Bankkonditionen in Deutschland

### Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



### Kredite an private Haushalte<sup>1)</sup>



**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 4. Vj. 2023.

*Finanzierungsbedingungen für Wohnungsbaukredite insgesamt restriktiver*

Neben den Kreditzinsen gestalteten die Banken auch ihre Kreditvergabepolitik im dritten Quartal erneut restriktiver. Gemäß BLS wurden die Kreditrichtlinien im Bereich der privaten Baufinanzierung per saldo erneut gestrafft, wenngleich weniger stark als im Vorquartal. Die Banken begründeten die strengeren Anforderungen mit dem ihrer Ansicht nach erhöhten Kreditrisiko, vor allem im Hinblick auf die eingetrübte Wirtschaftslage und die gedämpften Konjunkturaussichten. Die Kreditbedingungen wurden im Bereich der privaten Baufinanzierung ebenfalls gestrafft. Die aktuelle Straffung fiel hier ähnlich stark aus wie im Vorquartal, zeigte sich jedoch ausschließlich in der Ausweitung der Margen für risikoreichere Bonitäten. Die Margen für durchschnittlich riskante Kredite wurden dagegen wettbewerbsbedingt verengt.

*Nachfrage nach Konsumenten- und sonstigen Krediten insgesamt ebenfalls rückläufig*

Auch die Kreditrichtlinien für Konsumenten- und sonstige Kredite an private Haushalte wurden laut BLS im dritten Quartal 2023 erneut restriktiv angepasst. Da zudem die Finanzierungskosten für die ohnehin vergleichsweise teuren Konsumenten- und sonstigen Kredite an private Haushalte weiter anstiegen, sank ihre Nachfrage nach Konsumenten- und sonstigen Krediten in der Summe erkennbar.

*Zugang der deutschen Banken zu Einlagen verschlechtert*

Die im Rahmen des BLS befragten deutschen Banken berichteten vor dem Hintergrund der Lage an den Finanzmärkten von einer im Vergleich zum Vorquartal kaum veränderten Refinanzierungssituation. Einzig der Zugang zu Einlagen verschlechterte sich.

*Leitzinsentscheidungen des Eurosystems beeinflussten die Ertragslage der Banken positiv*

Die Leitzinserhöhungen des Eurosystems beeinflussten die Ertragslage der befragten Banken in den vergangenen sechs Monaten insgesamt positiv. Zwar belasteten sie das zinsunabhängige Ergebnis. Dem stand aber eine merkliche Verbesserung des Zinsergebnisses gegenüber. Für die kommenden sechs Monate rechnen die Banken mit deutlich geringeren Auswirkungen

## Entwicklung der Kredite und Einlagen der MFIs<sup>\*)</sup> in Deutschland

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt

Position	2023	
	2. Vj.	3. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs <sup>1)</sup>		
täglich fällig	- 48,1	- 47,6
mit vereinbarter Laufzeit bis zu 2 Jahren	88,0	72,9
über 2 Jahre	3,0	- 0,9
mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 3 Monaten	- 29,2	- 28,7
über 3 Monate	5,9	8,6
<b>Kredite</b>		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 0,1	3,7
Wertpapierkredite	- 2,3	0,3
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite <sup>2)</sup>	5,2	5,3
darunter:		
an private Haushalte <sup>3)</sup>	1,4	1,1
an nichtfinanzielle Unternehmen <sup>4)</sup>	3,7	- 1,4
Wertpapierkredite	2,4	- 2,0

\* 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

der Leitzinsentscheidungen auf ihre Ertragslage als in den vergangenen sechs Monaten.

Die Veränderungen der für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapierbestände des Eurosystems beeinflussten die Ertragslage der interviewten Banken in den vergangenen sechs Monaten kaum. Der Einfluss auf die Marktfinanzierungsbedingungen der Banken und ihre Liquiditätsposition war dagegen negativ. Hierin dürfte sich die Einstellung der Reinvestitionen von fällig werdenden Wertpapieren im Rahmen des APP seit Juli 2023 widerspiegeln.

Die Auswirkungen der GLRGIII auf die finanzielle Situation der Banken schwächten sich in den vergangenen sechs Monaten weiter ab. So berichteten die Banken nur noch mit Blick auf ihre Liquiditätsposition von einem positiven Einfluss.

*Für geldpolitische Zwecke gehaltene Wertpapierbestände wirkten negativ auf die Marktfinanzierungsbedingungen der Banken*

*Positiver Einfluss der GLRGIII nur noch auf Liquiditätsposition der Banken spürbar*