

■ Geldpolitik und Bankgeschäft

■ Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

EZB-Rat kündigt voraussichtliches Ende der Wertpapierankäufe an

Nachdem es weitere Fortschritte bei der nachhaltigen Anpassung des Inflationspfades an den mittelfristigen Zielwert gegeben hatte, traf der EZB-Rat auf seiner Juni-Sitzung eine Reihe von Beschlüssen zu den geldpolitischen Sondermaßnahmen und den Leitzinssätzen. Die Käufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) werden, wie bereits früher angekündigt, mit einem monatlichen Nettovolumen von 30 Mrd € bis Ende September 2018 fortgesetzt. Überdies geht der EZB-Rat nun davon aus, den monatlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten nach Ende September 2018 auf 15 Mrd € zu reduzieren und nach Ende Dezember 2018 ganz zu beenden, sofern neu verfügbare Daten seine derzeitige Einschätzung der mittelfristigen Aussichten bestätigen. Der EZB-Rat beabsichtigt weiterhin, die Tilgungsbeträge nach Abschluss der Nettoankäufe für längere Zeit und in jedem Fall solange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

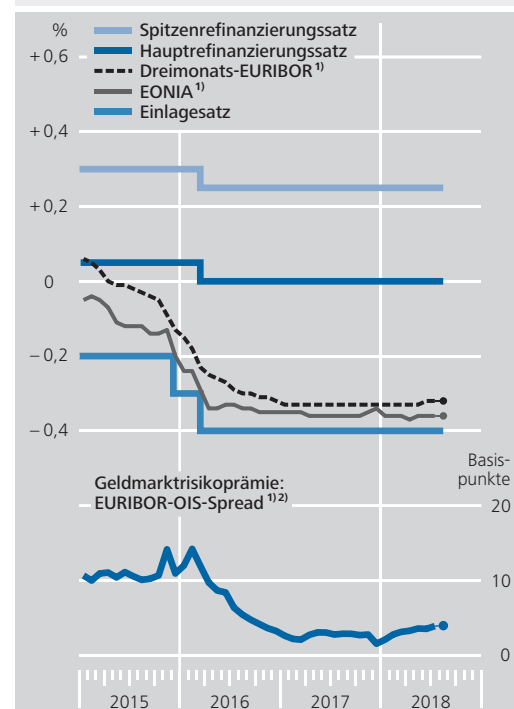
EZB-Rat stärkt Orientierung über zukünftige Entwicklung der Leitzinsen

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

Den Beschluss, die Wertpapierankäufe voraussichtlich nach Dezember 2018 zu beenden, begründete der EZB-Rat mit erheblichen Fortschritten bei der nachhaltigen Anpassung der Inflation. Aus Sicht des Rates geben die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft des Euroraums und die fest verankerten Inflationserwartungen Anlass darauf zu vertrauen, dass sich die Anpassung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht in nächster Zeit fortsetzen und auch nach der Reduzierung und Beendigung des Nettoerwerbs von Wertpapieren bestehen bleiben wird. Gleichwohl ist nach Ansicht des EZB-Rats noch eine erhebliche geldpolitische Akkommodierung erforderlich, um den Aufbau von binnenwirtschaftlichem Preisdruck und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu stützen. Diese fortgesetzte geldpolitische Unterstützung ist durch die getroffenen Beschlüsse

Erhebliche Fortschritte bei nachhaltiger Anpassung der Inflation

Geldmarktzinsen im Euroraum



Quellen: EZB und Bloomberg. 1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. • = Durchschnitt 1. bis 15. August 2018.

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zwei Reserveperioden vom 3. Mai 2018 bis 31. Juli 2018 erhöhte sich der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euroraum deutlich (siehe unten stehende Tabelle). Er betrug in der Reserveperiode Juni/Juli 2018 durchschnittlich 1345,7 Mrd € und lag damit 70,7 Mrd € über dem Durchschnitt der Reserveperiode März/Mai 2018; gegenüber der Vorjahresperiode Juni/Juli 2017 bedeutete dies sogar einen Anstieg um rund 257 Mrd €. Insgesamt bewegte sich die Summe der autonomen Faktoren in den beiden betrachteten Reserveperioden in einer breiten Spanne von 1233,3 Mrd € bis 1386,7 Mrd €. Der erwähnte durchschnittliche Anstieg des Liquiditätsbedarfs um 70,7 Mrd € war besonders auf den aggregierten Rückgang der Netto-Währungsreserven und der Sonstigen Faktoren zurückzuführen. Diese autonomen Faktoren werden aufgrund liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet und sanken per saldo um 30,2 Mrd €. Im Vergleich zur Periode März/Mai 2018 trugen auch die

Anstiege des Banknotenumlaufs um 24,6 Mrd € und der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem um 15,9 Mrd € zur Erhöhung des rechnerischen Liquiditätsbedarfs bei. Mit durchschnittlich 1183,6 Mrd € (Banknotenumlauf des Eurosystems) beziehungsweise 263,4 Mrd € (Einlagen öffentlicher Haushalte) wiesen beide autonomen Faktoren in der Reserveperiode Juni/Juli 2018 hohe Bestände auf. Das Mindestreservesoll betrug in derselben Periode 124,7 Mrd €.

Im besonderen Interesse der Marktteilnehmer standen im Betrachtungszeitraum die ersten freiwilligen, vorzeitigen Rückzahlungen des ersten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts der zweiten Serie (GLRG II). Diese Möglichkeit wurde allerdings von den Kreditinstituten nur in geringem Maße genutzt. Lediglich insgesamt 11,0 Mrd € der in diesem Tender zuvor ausstehenden 396,0 Mrd € wurden Ende Juni zurückgezahlt. Aufgrund der attraktiven Zinskonditionen der

Liquiditätsbestimmende Faktoren^{*)}

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2018	
	3. Mai bis 19. Juni	20. Juni bis 31. Juli
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 11,4	- 13,2
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 29,5	- 45,4
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	- 1,9	+ 9,9
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 6,9	- 31,3
Insgesamt	+ 9,3	- 80,0
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 0,1	+ 0,3
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 2,2	- 13,1
c) Sonstige Geschäfte	+ 43,1	+ 38,5
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 8,5	+ 7,3
Insgesamt	+ 49,3	+ 33,0
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 58,6	- 47,0
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 0,7	- 0,9

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

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

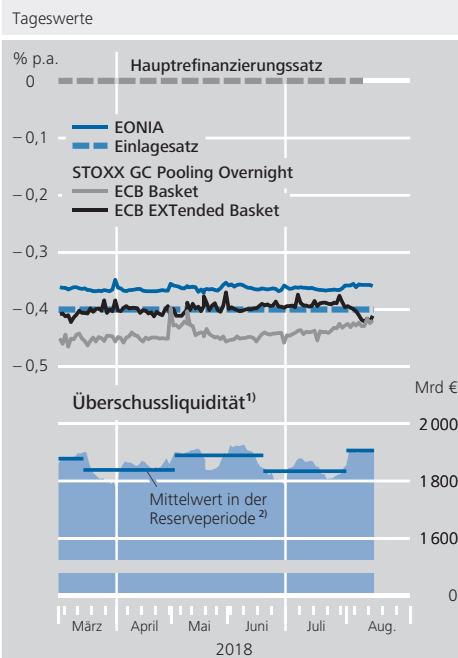
Deutsche Bundesbank

GLRG II – abhängig von der Kreditvergabe eines Instituts kann ihr bankindividueller Zinssatz im günstigsten Fall dem Einlagesatz von – 0,40% entsprechen – war schon im Vorfeld im Markt mit einem geringen Rückzahlungsvolumen gerechnet worden. In allen vier GLRG II stehen nun noch insgesamt rund 726 Mrd € aus. Zudem besaßen Banken im Juni auch die Option, vier GLRG I freiwillig vorzeitig zurückzuzahlen, was insgesamt mit einem Volumen in Höhe von 3,5 Mrd € in Anspruch genommen wurde. Die noch ausstehenden, vergleichsweise geringen Volumina in den acht GLRG I in Höhe von insgesamt 8,9 Mrd € werden Ende September 2018 fällig. Zu diesem Zeitpunkt bestehen auch erneut vorzeitige Rückzahlungsmöglichkeiten bei den GLRG II. Das ausstehende Tendervolumen wurde im Betrachtungszeitraum vor allem durch die genannten Rückzahlungen beeinflusst; es lag im Durchschnitt der Reserveperiode Juni/Juli 2018 bei rund 746 Mrd € und damit gut 15 Mrd € unter dem Periodendurchschnitt März/Mai 2018. Ein vergleichsweise geringer Anteil des Tendervolumens entfiel weiterhin auf die Dreimonatstender und die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die in der Periode Juni/Juli 2018 ein durchschnittliches Volumen von 7,2 Mrd € beziehungsweise 2,1 Mrd € aufwiesen und sich damit im Vergleich zur Periode März/Mai 2018 (Durchschnittsvolumen von 7,7 Mrd € bzw. 1,9 Mrd €) nur wenig veränderten (siehe Schaubild auf S. 25).

Nach wie vor stellte das Eurosystem den überwiegenden Teil der Zentralbankliquidität über die geldpolitischen Wertpapierankaufprogramme bereit (siehe nebenstehende Tabelle). So betrug deren Anteil an der über die Offenermarktgeschäfte des Eurosystems zur Verfügung gestellten Liquidität im Durchschnitt der Periode Juni/Juli 2018 gut drei Viertel. Der durchschnittliche bilanzielle Bestand aller Ankaufprogramme in dieser Periode lag bei 2 558 Mrd € und damit 82 Mrd € über dem entsprechenden Durchschnittsbestand in der Reserveperiode Mai/März 2018.

Trotz dieser Liquiditätszufuhr war die Überschussliquidität im Betrachtungszeitraum per saldo leicht rückläufig. Mit durchschnittlich

Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität



Deutsche Bundesbank

Ankaufprogramme des Eurosystems

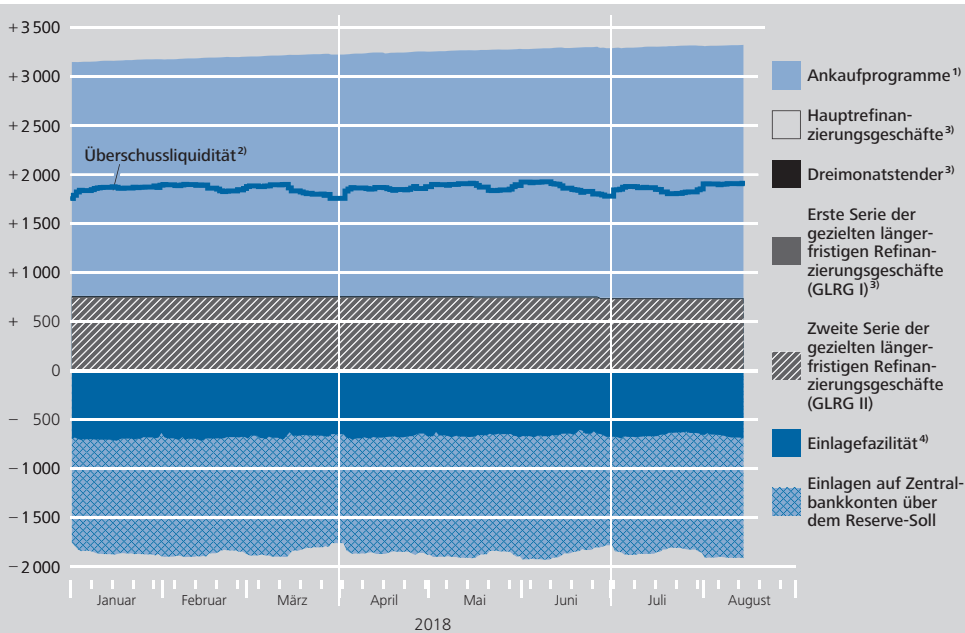
Programm	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 10. August 2018
Aktive Programme		
PSPP	+ 66,5	2 046,1
CBPP3	+ 3,6	256,7
CSPP	+ 12,8	165,7
ABSPP	+ 0,7	27,8
Beendete Programme		
SMP	– 6,2	74,3
CBPP1	– 0,7	4,5
CBPP2	– 0,3	4,0

Deutsche Bundesbank

1 834 Mrd € lag sie in der Reserveperiode Juni/Juli 2018 knapp 5 Mrd € niedriger als in der Periode März/Mai 2018, auch wenn zwischenzeitlich der Periodendurchschnitt Mai/Juni 2018 mit 1 851 Mrd € etwas höher ausgefallen war. Damit setzte sich die seit Ende letzten Jahres zu beobachtende Entwicklung fort, dass die Überschussliquidität vor allem aufgrund des gestiegenen Liquiditätsbedarfs aus den autonomen Faktoren nicht mehr spürbar

Liquiditätsbereitstellung und Liquiditätsverwendung

Mrd €, Tageswerte

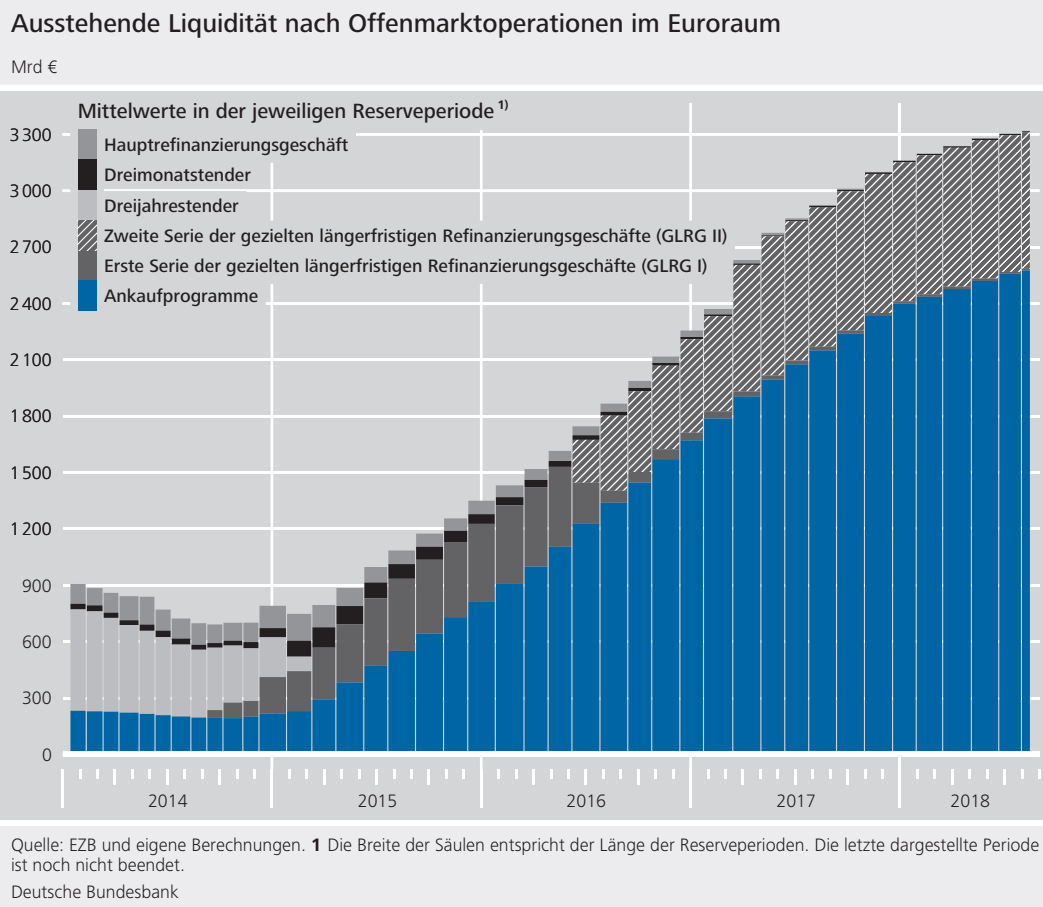


Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Programm für die Wertpapiermärkte (SMP), Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP1, CBPP2, CBPP3), von Asset Backed Securities (ABSPP), von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) und von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). **2**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

anstieg oder sogar rückläufig war (siehe oben stehendes Schaubild).

Infolge der anhaltend sehr komfortablen Liquiditätsverhältnisse orientierten sich die Tagesgeldsätze nach wie vor am Satz der Einlagefazilität (siehe Schaubild auf S. 23). In den Reserveperioden Mai/Juni 2018 und Juni/Juli 2018 lag EONIA durchschnittlich bei $-0,36\%$ und damit weiterhin oberhalb des Einlagesatzes. Im gesamten Betrachtungszeitraum bewegte sich EONIA dabei in der Spanne von $-0,37\%$ bis $-0,35\%$. Die gemeldeten EONIA-Volumina für unbesicherte Tagesgelder gingen nochmals zurück, bei durchschnittlichen Tagesumsätzen von 4,6 Mrd € in der Periode Juni/Juli 2018 beziehungsweise 3,2 Mrd € in der Vorperiode. In der Periode März/Mai 2018 hatte das entsprechende Volumen im Durchschnitt noch 5,6 Mrd € betragen. Im Betrachtungszeitraum wurden besicherte Tagesgelder bei GC Pooling im ECB Basket bei durchschnittlich $-0,44\%$ gehandelt. Damit lag der Durchschnittssatz 1 Basispunkt höher als im vorherigen Betrachtungszeitraum und notierte weiterhin unterhalb des Einlagesatzes. Tagesgeld

im mit einem größeren Sicherheitskreis versehenen ECB EXTended Basket wurde in der Periode Mai/Juni 2018 durchschnittlich bei $-0,40\%$ und in der Periode Juni/Juli 2018 bei $-0,39\%$ gehandelt. Die zugrunde liegenden „GC Pooling Overnight“-Umsätze waren – im Vergleich zu den Vorperioden und dem Vorjahreszeitraum – in der Summe in beiden Baskets im Betrachtungszeitraum mit durchschnittlich 7,1 Mrd € höher. Dabei stiegen die Umsätze in der Periode Juni/Juli 2018 mit durchschnittlich 7,6 Mrd € gegenüber der Vorperiode (durchschnittlich 6,6 Mrd €) nochmals an. In der Periode März/Mai 2018 hatte das Handelsvolumen im Durchschnitt noch bei 5,9 Mrd € gelegen. Der Halbjahresresultimo Ende Juni 2018 wirkte sich wieder auf die Tagesgeldsätze und die dazugehörigen Umsätze aus. Während EONIA gegenüber dem Vortag 1 Basispunkt höher festgestellt wurde, wurde besichertes Tagesgeld im EXT Basket bei $-0,46\%$ 2 Basispunkte tiefer gehandelt. Niedrigere Umsätze waren sowohl bei unbesicherten als auch bei besicherten Tagesgeldern zu beobachten.



sichergestellt. Zuletzt bestätigte der EZB-Rat nach der Juli-Sitzung, dass zwischenzeitlich verfügbar gewordene Daten trotz gewisser Unsicherheiten im Zusammenhang mit globalen Faktoren weiterhin auf ein solides und breit angelegtes Wachstum der Wirtschaft im Euroraum hindeuten.

Am 10. August hielt das Eurosystem im Rahmen des APP Aktiva in Höhe von 2 496,3 Mrd €. Der mit Abstand größte Teil davon, 2 046,1 Mrd €, entfiel auf Wertpapierbestände aus dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP). Die durchschnittliche Restlaufzeit des PSPP-Portfolios blieb mit 7,6 Jahren zuletzt unverändert. Die bis dato angekauften Bestände im Rahmen der Programme für den Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme 3: CBPP3) und von Asset Backed Securities (ABSPP) beliefen sich auf 256,7 Mrd € beziehungsweise 27,8 Mrd €. Beim Programm zum Ankauf von Anlei-

hen des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) beliefen sich die Bestände am 10. August auf 165,7 Mrd €.

Am 27. Juni konnten Kreditinstitute erstmalig die freiwillige Rückzahlungsmöglichkeit für das erste Geschäft der zweiten Serie von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG II) nutzen. Dabei zahlten insgesamt 41 Institute Kredite im Umfang von rund 11 Mrd € an das Eurosystem zurück, was im Vergleich zum ausstehenden Tendervolumen von knapp 400 Mrd € nur einen geringen Anteil darstellte. Unter anderem dürften die attraktiven, für die gesamte Laufzeit festgeschriebenen Zinskonditionen der GLRG II ein wesentlicher Grund dafür gewesen sein, dass die vorzeitigen Rückzahlungen nicht höher ausfielen.

Die Überschussliquidität war im Betrachtungszeitraum leicht rückläufig und sank um insgesamt 4 Mrd € auf 1 909 Mrd €. Bereits seit Ende des letzten Jahres steigt die Überschuss-

41 Banken zahlen 11 Mrd € aus dem ersten GLRG II zurück

Überschussliquidität mit leichtem Rückgang

Angekaufte Volumina weiterhin im Einklang mit angekündigtem Umfang

liquidität nicht mehr merklich an, sondern bewegt sich in einer gewissen Bandbreite in Abhängigkeit von den Schwankungen der autonomen Faktoren. Die zusätzliche Liquiditätszufuhr durch die seit Januar 2018 auf 30 Mrd € reduzierten monatlichen Nettoankäufe im Rahmen des APP wird dabei zum Teil durch ein trendmäßiges Wachstum der autonomen Faktoren kompensiert.

Geldmarktsätze insgesamt kaum verändert

Im Berichtszeitraum notierte der unbesicherte Übernachtsatz am Geldmarkt (EONIA) abermals in einer engen Spanne zwischen $-0,35\%$ und $-0,37\%$ und der besicherte Übernachtsatz (STOXXGC Pooling) in einer Bandbreite unterhalb des Satzes der Einlagefazilität von $-0,40\%$. Der Dreimonats-EURIBOR stieg im Berichtszeitraum minimal an und lag zuletzt bei $-0,32\%$.

Erwartung über erste Leitzins-erhöhung in die Zukunft verschoben

In den ersten Tagen nach der Juni-Sitzung des EZB-Rats gingen die aus der EONIA-Swapkurve abgeleiteten Geldmarktterminalsätze merklich zurück. Ein höherer Einlagesatz ist – in Abhängigkeit von der unterstellten Höhe des ersten Zinsschritts – aktuell erst im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2020 in den Terminalsätzen eingepreist, und damit deutlich später als vor der Juni-Sitzung.¹⁾ Diese Verschiebung um mehr als ein Quartal nach hinten dürfte in Teilen als Marktreaktion auf die verstärkte Forward Guidance in Bezug auf die Leitzinssätze zu interpretieren sein. Allerdings bilden die Geldmarktterminalsätze nicht ausschließlich Zinserwartungen ab, sondern beinhalten auch Terminprämien, die sich in Reaktion auf eingehende wirtschaftliche Daten verändern können.²⁾ Umfragebasierte Maße, die ausschließlich Zinserwartungen abbilden, verzeichneten nach der Juni-Sitzung zwar ebenfalls eine Verschiebung der Zinserhöhungswartungen in die Zukunft, liegen mit September 2019 als Zeitpunkt für die erste Leitzinserhöhung aber vor den aus Geldmarktterminalsätzen abgeleiteten Zeitpunkten. Werden die Geldmarktterminalsätze um die derzeit negativen geschätzten Terminprämien bereinigt³⁾, liegt der so gewonnene Zinspfad näher an den Umfrageergebnissen und somit auch näher am datumsbezogenen

Element der verstärkten Forward Guidance, wonach die Leitzinssätze „mindestens über den Sommer 2019“ unverändert bleiben sollen.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Nach zwei deutlich schwächeren Quartalen knüpfte das Wachstum des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 in den Frühjahrsmonaten wieder an die robuste Entwicklung aus dem Vorjahr an. Das geringere monatliche Volumen der Wertpapierankäufe des Eurosystems im Rahmen des APP seit Beginn des Jahres führte somit bislang nicht zu einem nachhaltigen Abwärtstrend beim monetären Wachstum. Dies lag insbesondere daran, dass die Erholung der Buchkredite an den Privatsektor Fahrt aufnahm: Vor dem Hintergrund des weiterhin soliden Wachstums der Wirtschaft verzeichneten sowohl die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen als auch die Ausleihungen an private Haushalte erneut deutliche Zuflüsse. Gestützt wurde die zunehmend lebhaftere Kreditnachfrage im Euro-Währungsgebiet auch durch das Zinsumfeld. Zudem deuten die Ergebnisse der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) darauf hin, dass die Banken im Euroraum ihre Kreditangebotspolitik im zweiten Quartal in allen Kreditsegmenten weiter lockerten.

Monetäre Dynamik weiterhin vom Kreditwachstum geprägt

¹ Plausible Höhen des ersten Zinsschritts können aus Umfragen zu Leitzinserwartungen abgeleitet werden und bewegen sich in einer Bandbreite von 10 bis 25 Basispunkten.

² Die Terminprämien bei den Geldmarktterminalsätzen sind gemäß Modellschätzungen derzeit negativ. Dies kann damit erklärt werden, dass Marktteilnehmer bereit sind, einen Renditeabschlag hinzunehmen, um sich gegen (adverse) Szenarien mit länger als erwartet niedrigen Zinsen abzusichern.

³ Eine solche Bereinigung lässt sich mithilfe eines Zinsstrukturmodells vornehmen, welches den Verlauf der Geldmarktterminalsätze in den Verlauf der ausschließlichen Zinserwartungen und der Risikoprämien zerlegt. Dabei zeigt sich, dass aktuell der Verlauf des vom Modell generierten, um Risikoprämien bereinigten wahrscheinlichsten Zinspfades näher an den Umfrageergebnissen liegt. Für nähere Details zur Extrahierung von Zinserwartungen an der Zinsuntergrenze vgl.: F. Geiger und G. Schupp, With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 27/2018.

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

Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2018, 2. Vj.	2018, 1. Vj.	Passiva	2018, 2. Vj.	2018, 1. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	85,2	115,6	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	- 21,4	- 16,5
Buchkredite	52,7	102,4	Geldmenge M3	175,4	82,5
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	104,3	97,2	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	32,6	13,2	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	165,2	105,2
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	34,7	- 39,6	Übrige kurzfristige Einlagen (M2-M1)	19,2	- 15,2
Buchkredite	- 3,8	- 10,6	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	- 9,1	- 7,5
Wertpapierkredite	38,1	- 28,9	Geldkapital	- 45,6	11,4
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	- 75,8	61,6	davon:		
andere Gegenposten von M3	64,6	- 60,3	Kapital und Rücklagen	- 11,3	16,3
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 34,3	- 4,9

* 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

Zuwachs der Sichteinlagen dominierende Komponente des M3-Wachstums

Das Geldmengenwachstum wurde im Berichtszeitraum erneut durch den Zuwachs bei den Sichteinlagen dominiert, die nach zwei schwächeren Quartalen wieder deutlich zulegen. Darüber hinaus nahmen auch die übrigen kurzfristigen Einlagen vergleichsweise kräftig zu. Blickt man auf die Sektoren, so nutzten insbesondere private Haushalte neben Sichteinlagen zunehmend Spareinlagen. Damit setzte sich das seit längerem beobachtete Phänomen fort, dass risikoaverse Anleger angesichts der geringen Zinsdifferenzen zwischen den Einlageformen Einlagen mit möglichst kurzer Laufzeit präferierten. Demgegenüber bauten nichtmonetäre finanzielle Unternehmen im Berichtsquartal verstärkt kurzfristige Termineinlagen auf. Diese Entwicklung war jedoch über die Mitgliedsländer des Euroraums sehr unterschiedlich verteilt (zur Entwicklung in Deutschland siehe auch Ausführungen auf S. 30 f.). Im Ergebnis stieg die Jahresrate der Geldmenge M3 zum Quartalsende auf 4,4% und näherte sich damit wieder dem 2016 und 2017 vorherrschenden Niveau von 5%.

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen als wichtigster Treiber des Kreditwachstums, ...

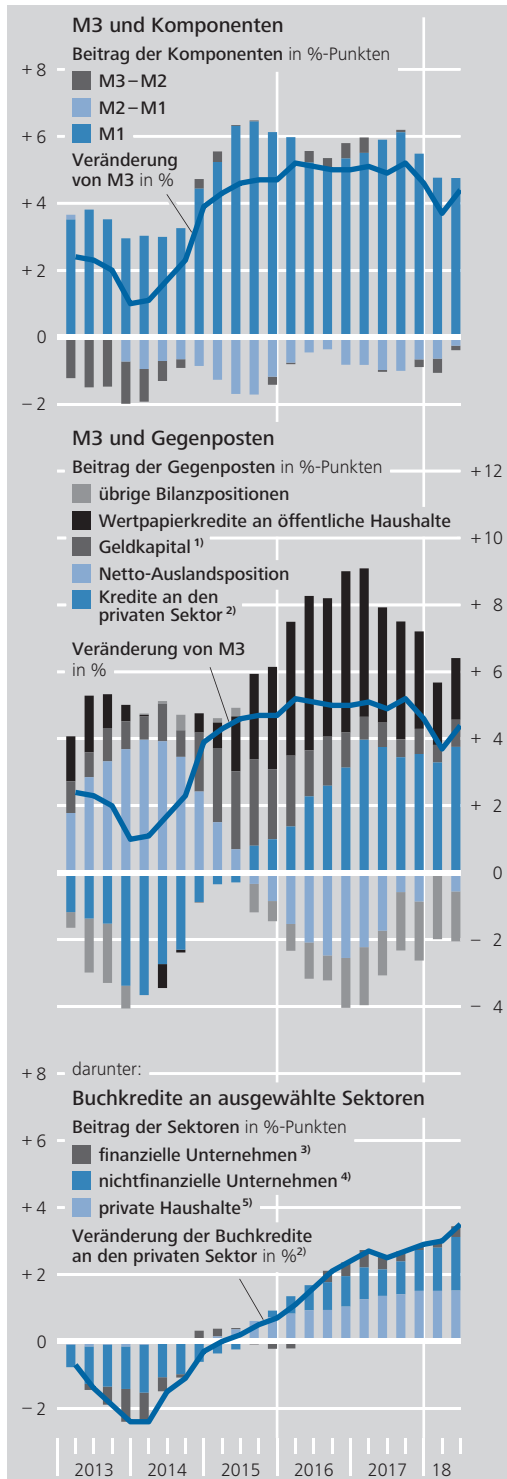
Unter den Gegenposten stützte im zweiten Quartal 2018 vor allem die Buchkreditvergabe des MFI-Sektors an den privaten Nicht-MFI-Sektor im Euroraum das Geldmengenwachstum. Der entsprechende Beitrag zum M3-Wachstum gegenüber dem Vorjahr nahm von 2,8 auf 3,3 Prozentpunkte zu, was insbeson-

dere auf die dynamischere Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen zurückzuführen war: Bereinigt um Verbriefungen und andere Sondereffekte stieg ihre Jahreswachstumsrate während der Frühjahrsmonate auf 4,1% und lag damit etwa 2 Prozentpunkte höher als ein Jahr zuvor.⁴⁾ Der deutliche Anstieg der Nachfrage nach Buchkrediten wurde neben den günstigen Finanzierungsbedingungen von der fortgesetzten konjunkturellen Aufwärtsbewegung getragen, und hier insbesondere von den Ausrüstungsinvestitionen, die in mehreren Ländern des Euroraums kräftig zulegen. Im Ländervergleich kamen die wesentlichen Impulse für das Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen zwar weiterhin aus Deutschland und Frankreich; in den letzten Quartalen trug aber auch die Kreditvergabe in einigen kleineren Kernländern sowie – in eher geringem Umfang – in Italien und Spanien zum Wachstum des Euroraum-Aggregats bei (siehe Schaubild auf S. 29).

⁴ Im zweiten Vierteljahr 2017 wurde die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum durch einen einmaligen Sondereffekt im Juni belastet, der sich nicht dauerhaft auf die Kreditentwicklung auswirkte (vgl. auch: Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet: Juni 2017, Pressemitteilung der EZB vom 27. Juli 2017). Die entsprechenden Jahreswachstumsraten im ersten und dritten Vierteljahr 2017 betragen 2,4% bzw. 2,5%.

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 MFls erbracht wurden. **3** Nichtmonetäre finanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **4** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **5** Sowie private Organisationen ohne Erwerbzzweck.

Deutsche Bundesbank

Hierzu passt, dass die im Rahmen des BLS befragten Banken für den Euroraum als Ganzes von einer spürbaren Zunahme der Kreditnachfrage nichtfinanzieller Unternehmen im zweiten Quartal berichteten. Die dynamische Entwicklung der letzten Umfragerunden setzte sich damit fort. Den Anstieg der Nachfrage führten die Bankmanager neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau als wichtigstem Faktor unter anderem auch auf einen gestiegenen Mittelbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel, für Anlageinvestitionen sowie für Fusionen, Übernahmen und Umstrukturierungen zurück. Demgegenüber wirkten die Innenfinanzierungsspielräume der Unternehmen sowie die Kreditvergabe von Nichtbanken in der isolierten Betrachtung wie bereits in den vorhergehenden Befragungen nachfragedämpfend.

Vor dem Hintergrund der weiterhin sehr expansiven Geldpolitik und des hohen Wettbewerbs zwischen den Banken blieben die Finanzierungsbedingungen äußerst günstig: Zum einen verharrten die Zinsen für Unternehmenskredite im gesamten Währungsgebiet auch im Berichtsquartal nahe historischen Tiefständen. Zum anderen berichteten die im Rahmen des BLS befragten Banken von einer weiteren Lockerung der Kreditangebotspolitik. Sie gaben an, die Kreditrichtlinien und -bedingungen im Firmenkundengeschäft auf aggregierter Ebene des Euroraums im Berichtsquartal per saldo weiter gelockert zu haben.

... auch unterstützt durch weitere Lockerung der Kreditangebotspolitik der Banken

Spürbare Zuwächse verzeichneten im Berichtsquartal auch die Buchkredite an private Haushalte im Euroraum. Zu dem über die letzten Quartale recht stabilen Wachstum von knapp 3% gegenüber dem Vorjahr trugen vor allem die Banken aus Deutschland, Frankreich und Italien bei. Wachstumstreiber waren abermals die Wohnungsbaukredite, die etwas stärker stiegen als im Vorquartal. Dazu passt, dass die im Rahmen des BLS befragten Banken einen deutlichen Anstieg der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten verzeichneten. Als erklärende Faktoren für den gestiegenen Mittelbedarf führten die Bankmanager primär das niedrige all-

Fortgesetzter Wachstumskurs der Buchkredite an private Haushalte weiterhin von Wohnungsbaukrediten getrieben, ...

gemeine Zinsniveau, aber auch die weiterhin positive Beurteilung der Aussichten für den Wohnungsmarkt durch die privaten Haushalte und das stabile Verbrauchervertrauen an. Geringfügig nachfragesenkende Effekte resultierten laut Institutsangaben im Wesentlichen aus der Eigenfinanzierung von Wohnungseigentum aus Ersparnissen sowie aus der Kreditvergabe durch Konkurrenzinstitute.

... ebenfalls unterstützt durch expansiv ausgerichtete Kreditangebotspolitik, ...

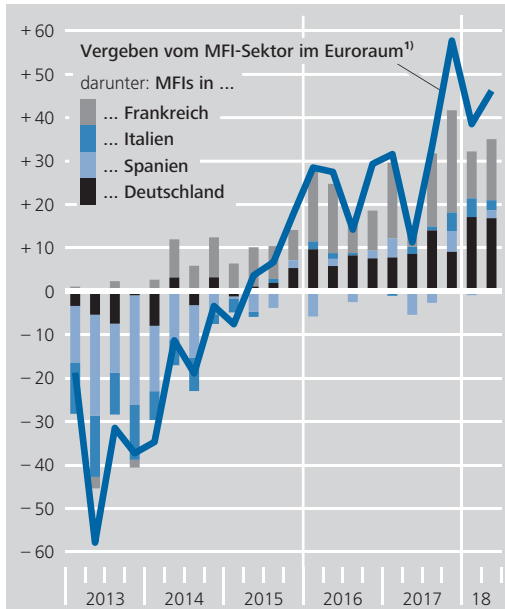
Die Kreditangebotspolitik blieb auch in diesem Kreditsegment expansiv ausgerichtet. So wurden die Standards für die Kreditvergabe im Berichtsquartal per saldo moderat gelockert. Ferner zeigten sich die befragten Banken bei den Kreditbedingungen entgegenkommender und verengten insbesondere die Margen für durchschnittlich riskante Ausleihungen weiter. Dies erfolgte den Angaben der befragten Institute zufolge – wie bereits in den Vorquartalen – im Wesentlichen vor dem Hintergrund der hohen Wettbewerbsintensität im Banken- und Nichtbankensektor und einer verbesserten Einschätzung der mit der Kreditvergabe verbundenen Risiken durch die Kreditinstitute.

... ferner anhaltend kräftiges Wachstum der Konsumentenkredite

Die Konsumentenkredite wuchsen im Berichtsquartal weiterhin kräftig und blieben mit einer Jahreswachstumsrate von 7,0% Ende Juni die am dynamischsten wachsende Komponente der Kredite an private Haushalte. Bankangebotsseitig wurde dies dadurch unterstützt, dass die im BLS befragten Banken die Vergabestandards auch in diesem Kreditsegment im Ergebnis abermals geringfügig lockerten. Die Nachfrage nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten gewann nach Angaben der befragten Banken im Euroraum im Vergleich zu den letzten sechs Quartalen nochmals an Dynamik. Ausschlaggebend für den Nachfrageanstieg waren den Angaben der Umfrageteilnehmer zufolge das robuste Verbrauchervertrauen, das niedrige allgemeine Zinsniveau und die hohe Anschaffungsneigung. Letztere wurde im Berichtsquartal abermals durch das solide Wirtschaftswachstum und die anhaltende Verbesserung am Arbeitsmarkt gefördert.

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum¹⁾

Mrd €, Quartalsummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt



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

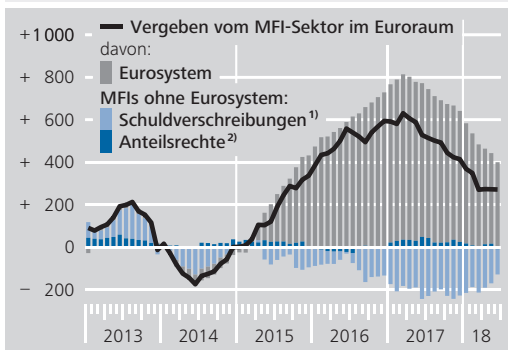
Neben den Buchkrediten stellten im Berichtsquartal die Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte und private Unternehmen im Euroraum eine wesentliche Stütze des M3-Wachstums dar (siehe Schaubild auf S. 30). Wachstumstreiber waren weiterhin die vom Eurosystem durchgeführten monatlichen Nettoankäufe von Wertpapieren im Rahmen des APP. Aufgrund der im Januar dieses Jahres umgesetzten nochmaligen Reduzierung dieser geldpolitisch motivierten Ankäufe fielen die Zuwächse im ersten Halbjahr 2018 jedoch deutlich schwächer aus als in den Jahren 2015 bis 2017. Der Anstieg der Wertpapierkredite wurde darüber hinaus auch dadurch unterstützt, dass der Geschäftsbankensektor im Berichtsquartal per saldo in nennenswertem Umfang seine Bestände an Schuldverschreibungen privater Emittenten aufbaute.

Aufbau von Wertpapierkrediten, insbesondere auch durch das Eurosystem, als weitere Stütze des M3-Wachstums

Einen positiven Beitrag zum Geldmengenwachstum leistete auch der Rückgang der übrigen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors. Ins-

Wertpapierkredite^{*)} an Nichtbanken im Euroraum

Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Eurosystem: nur Schuldverschreibungen; MFIs ohne Eurosystem: Schuldverschreibungen und Anteilsrechte. ¹ Einschl. Geldmarktpapieren. ² Einschl. Anteilen an Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds). Deutsche Bundesbank

Abflüsse beim Geldkapital stützten Geldmengen- ausweitung

besondere das Geldkapital verzeichnete im Berichtsquartal wieder deutliche Nettoabflüsse. Angesichts des geringen Zinsvorteils dürfte die Attraktivität von längerfristigen Einlagen und Schuldtiteln aus Sicht der Nichtbanken weiterhin begrenzt sein.

Netto-Auslands- position per se dämpfend für Geldmengen- wachstum

Dagegen dämpfte die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors im Berichtsquartal das Geldmengenwachstum. Damit setzte sich die bei diesem Gegenposten über die vergangenen Quartale zu beobachtende Volatilität fort. Nach den bisher verfügbaren Zahlungsbilanzdaten für April und Mai war der Mittelabfluss darauf zurückzuführen, dass dem Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums ein höherer negativer Kapitalbilanzsaldo gegenüberstand: So verkauften gebietsfremde Investoren im April und Mai per saldo Vermögenstitel des Euroraums, während inländische Nichtbanken weiterhin ausländische Wertpapiere erwarben. Diese Kapitalströme dürften unter anderem mit der zeitweilig gestiegenen politischen Unsicherheit in Teilen des Euro-Währungsgebiets sowie den als akkommodierend wahrgenommenen Aussagen des EZB-Rats zur künftigen Entwicklung der Leitzinsen in Zusammenhang stehen.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Das Einlagengeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden entwickelte sich in den Frühjahrsmonaten erneut positiv und noch einmal schwungvoller als in den Vorquartalen. Kurzfristige Einlageformen waren bei den Anlegern nach wie vor beliebt. So stiegen die Sichteinlagen von April bis Juni erneut deutlich. Gleichzeitig nahmen auch die marktnah verzinsten kurzfristigen Termineinlagen – anders als in den Vorquartalen – wieder merklich zu. Die anhaltend hohe Präferenz der geldhaltenden Sektoren für kurzfristige Bankeinlagen ist nach wie vor in Verbindung damit zu sehen, dass der Renditevorteil längerfristiger Bankeinlagen historisch gering ist (siehe Schaubild auf S. 31).

Einlagenwachstum weiterhin vom Sichteinlagenaufbau dominiert

Erneut leisteten die privaten Haushalte den größten Beitrag zum Aufbau der Sichteinlagen. Auch die nichtfinanziellen Unternehmen weiteten im Berichtsquartal ihre täglich fälligen Einlagen abermals merklich aus, obwohl deren Verzinsung bereits seit einigen Quartalen im negativen Bereich liegt und zuletzt wieder leicht gesunken ist. Neben der Zinskonstellation dürfte das anhaltend hohe Interesse dieser beiden Sektoren an hoch liquiden Bankeinlagen auch durch die in den letzten Quartalen rückläufigen Renditen risikoreicherer Anlageformen gefördert worden sein (siehe Erläuterungen auf S. 33 ff.).

Privater nicht-finanzieller Sektor erneut mit dem größten Beitrag

Darüber hinaus stiegen im Berichtsquartal die Bankeinlagen des Sektors der finanziellen Unternehmen, der traditionell stärker nach Rendite sucht. Das Anlageverhalten der einzelnen finanziellen Akteure blieb jedoch auch im Berichtsquartal sehr heterogen: Während Versicherungen und Pensionsfondsgesellschaften den bereits seit Mitte 2009 anhaltenden Abbau ihrer langfristigen Bankeinlagen fortsetzten, stockten die sonstigen finanziellen Unternehmen ihre kurzfristigen Termineinlagen im Berichtsquartal deutlich auf. Mitverantwortlich für diese Entwicklung dürften unter anderem die Erwartung

Anlageverhalten innerhalb des finanziellen Unternehmenssektors weiterhin sehr heterogen

steigender Zinsen und die damit verbundene Zinsunsicherheit gewesen sein, die für sich genommen das vorläufige „Parken“ von Mitteln in Form von liquiden Bankguthaben begünstigte.

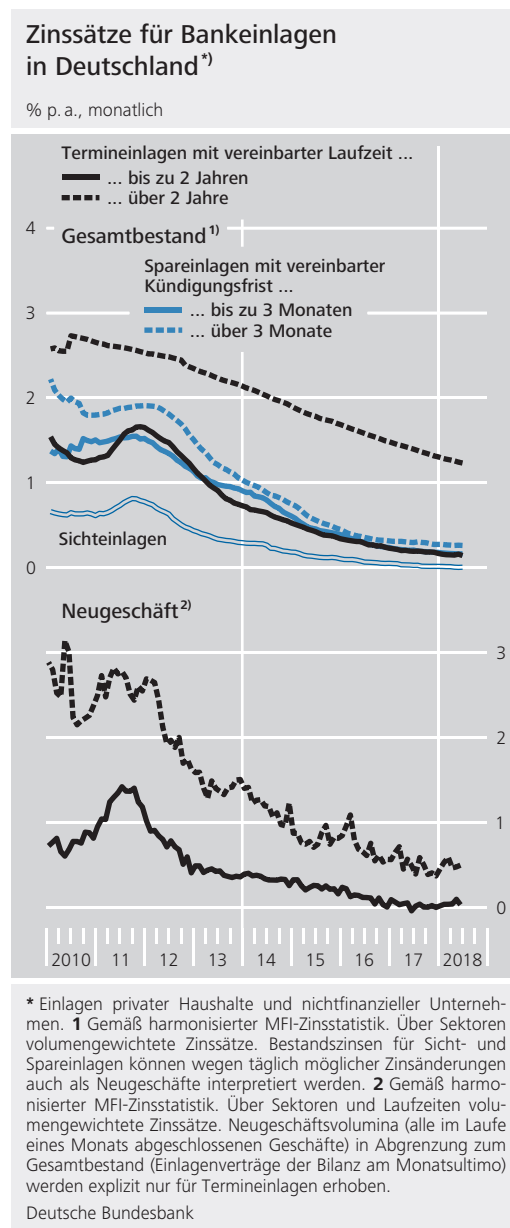
Kreditgeschäft mit heimischen Nichtbanken erneut ausgeweitet, getrieben durch den Privatsektor

Das Kreditgeschäft der Banken mit dem heimischen Nichtbankensektor verlief im Berichtsquartal ausgesprochen dynamisch. Entscheidend hierfür war, dass die Buchkredite an den inländischen Privatsektor kräftig zulegen und die Banken überdies ihre Bestände an Wertpapieren privater Emittenten noch einmal merklich erhöhten. Anders als im Vorjahr erwarben die Banken dabei weniger Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere, sondern verstärkt Anleihen. Ein Gegengewicht zu dieser Entwicklung lieferte erneut die Kreditvergabe an den Staatssektor. Angesichts der sehr günstigen Haushaltslage sanken die Buchkredite an diesen Sektor das 11. Quartal in Folge. Zudem reduzierten die Banken (erneut) ihre Nettobestände an Staatsanleihen.

Verstärktes Interesse an Bankkreditfinanzierung seitens der nichtfinanziellen Unternehmen

Die größten Nettozuflüsse bei den Buchkrediten an den Privatsektor verzeichneten im Berichtsquartal die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen. Im Einklang mit den positiven Impulsen vom privaten Konsum und den anziehenden Anlageinvestitionen zeigten inländische Unternehmen erneut großes Interesse an Bankkrediten; damit setzte sich der bereits seit Anfang 2017 anhaltende Anstieg der Nachfrage nach dieser Finanzierungsform fort. Die Jahreswachstumsrate lag am Ende des Berichtsquartals bei 5,9% und war in diesem Kreditsegment damit so hoch wie seit Ende 2008 nicht mehr.

Die aktuelle Ausweitung betraf alle Laufzeiten. Besonders deutlich legten aber die Ausleihungen mit einer Laufzeit von über einem Jahr zu. Diese Entwicklung spricht dafür, dass deutsche Unternehmen ihre kurzfristigen Ausgaben weiterhin stärker aus eigenen Mitteln finanzieren. Gleichzeitig dürfte die Nachfrage der Unternehmen nach länger laufenden Krediten derzeit auch durch das Motiv der Zinssicherung gefördert werden. Die Zinsen für längerfristige Ausleihungen an Unternehmen liegen zwar weiter-



hin auf sehr niedrigem Niveau, sind in den letzten Monaten aber tendenziell leicht gestiegen (siehe Schaubild auf S. 37).

Zusätzliche Hinweise auf die zugrunde liegenden Nachfragefaktoren in Deutschland liefern die aktuellen Ergebnisse des BLS: Nach Ansicht der Bankmanager war der Nachfrageanstieg neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau in erster Linie auf einen gestiegenen Mittelbedarf für Anlageinvestitionen sowie für Fusionen, Übernahmen und Umstrukturierungen zurückzuführen, während die Nutzung der hohen Innenfinanzierungsspielräume der Unternehmen nach wie vor die Nachfrage dämpfte. Auch

Kreditvergabe-politik im Unternehmens-kreditgeschäft gelockert

Entwicklung der Kredite und Einlagen der Monetären Finanzinstitute in Deutschland¹⁾

Quartalssummen der monatlichen Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2018	
	1. Vj.	2. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	34,1	36,7
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	- 0,5	6,0
über 2 Jahre	- 4,7	- 1,0
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	0,3	1,2
über 3 Monate	- 1,6	- 1,0
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 10,3	- 4,7
Wertpapierkredite	- 8,9	- 6,9
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	31,9	33,6
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	17,2	14,7
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	12,3	16,7
Wertpapierkredite	- 5,9	5,2

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

Deutsche Bundesbank

deuten die jüngsten Ergebnisse des BLS darauf hin, dass die Banken ihre Kreditvergabestandards und Kreditbedingungen für Unternehmenskredite im zweiten Quartal 2018 lockerten, sodass das Angebotsverhalten der Banken die Nachfrage zusätzlich stimuliert haben dürfte.

Die zweite wesentliche Stütze des Kreditgeschäfts der Banken in Deutschland blieben die Ausleihungen an private Haushalte. Entscheidend für den aktuellen Zuwachs waren abermals die Wohnungsbaukredite, die sich im Berichtsquartal ähnlich lebhaft wie in den Quartalen zuvor entwickelten. Im Ergebnis stieg die Wachstumsrate der zu Wohnbauzwecken auf-

Anhaltend hohe Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten, Fortsetzung der positiven Dynamik bei Konsumentenkrediten

genommenen Kredite weiter leicht auf 4,4% gegenüber dem Vorjahr. Im Einklang mit dem stabilen Konsumklima verfestigte sich darüber hinaus bei den Konsumentenkrediten die positive Entwicklung der letzten Quartale und stützte so ebenfalls die Buchkreditvergabe an private Haushalte. Neben der guten Einkommenssituation wurde die anhaltend hohe Nachfrage der privaten Haushalte nach Bankkrediten im Berichtsquartal auch durch die weiterhin ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen gefördert: Laut MFI-Zinsstatistik liegen die Zinssätze sowohl für die Wohnungsbaukredite als auch die Ausleihungen zu Konsumzwecken trotz leichter Zunahmen weiterhin nahe ihren historischen Tiefständen.

Passend hierzu gaben die im BLS befragten Banken an, dass für den Anstieg der Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten im abgelaufenen Quartal zum wiederholten Mal das niedrige allgemeine Zinsniveau, die guten Aussichten für den Wohnungsmarkt sowie das robuste Verbrauchervertrauen ursächlich waren. Nachfragesenkende Effekte seien hingegen vor allem von der stärkeren Verwendung eigener Ersparnisse der privaten Haushalte bei der Immobilienfinanzierung und dem Verlust von Marktanteilen an Konkurrenzinstitute ausgegangen. Bei den Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten führten die Banken das niedrige allgemeine Zinsniveau, die stabile Anschaffungsneigung der privaten Haushalte und das robuste Verbrauchervertrauen als erklärende Faktoren für den Nachfrageanstieg an.

Ferner stützte die expansive Angebotspolitik der Banken die Nachfrage nach Krediten an private Haushalte. So wurden die Kreditstandards im Bereich der privaten Baufinanzierung im Berichtsquartal zum vierten Mal in Folge leicht gelockert, und auch für das dritte Quartal planen die befragten Banken ihre Maßstäbe für die Kreditvergabe weiter zu senken. Zudem kamen die Banken ihren Kunden bei den in den Kreditverträgen vereinbarten Kreditbedingungen insgesamt etwas entgegen. Dabei vollzog sich der größte Teil der Anpassungen abermals im Be-

Kreditvergabe-politik im Bereich der privaten Bau-sowie Konsum-finanzierung insgesamt nachfrage-stützend

Zur Entwicklung der realen Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland

Die Verzinsung von Bankeinlagen bewegt sich in Deutschland weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau und schmälert damit für sich genommen die Rendite, die der Sektor der privaten Haushalte mit dem gehaltenen Geldvermögen erwirtschaften kann. Allerdings halten die privaten Haushalte in Deutschland neben Bankeinlagen auch Wertpapiere und Ansprüche gegenüber Versicherungen, deren Renditen folglich ebenfalls mit in den Blick genommen werden müssen. So nehmen neben den Einlagenzinsen insbesondere auch die Renditen von Versicherungsansprüchen sowie Kurseffekte und Dividendenzahlungen im Zusammenhang mit Wertpapieren Einfluss auf die Entwicklung der Gesamtrendite des Geldvermögens dieses Sektors. Die vorliegenden Ausführungen beschreiben die Entwicklung der Renditen der verschiedenen Anlageformen sowie der Gesamtrendite bis zum durch die verfügbaren Daten vorgegebenen aktuellen

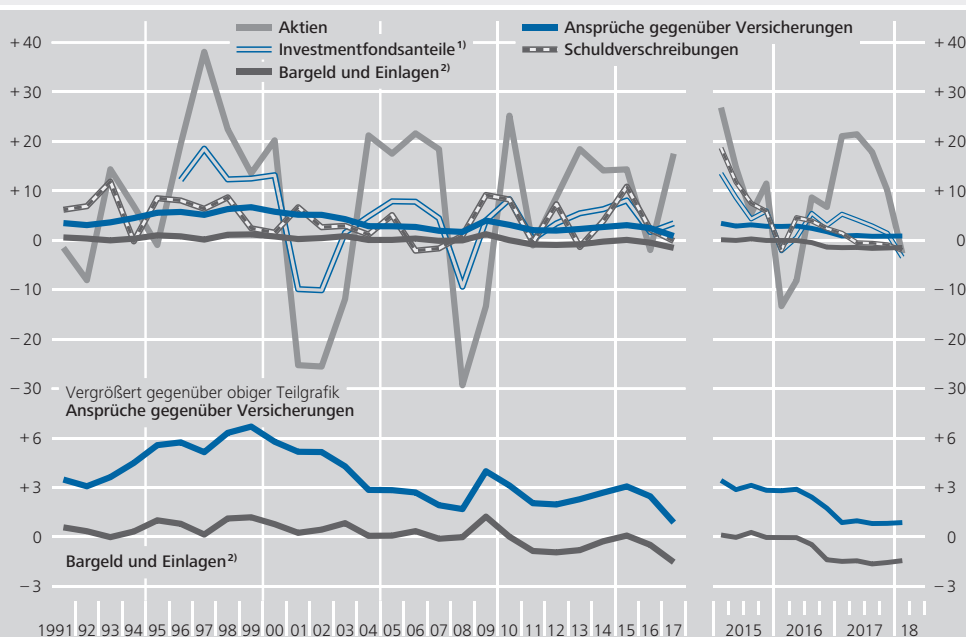
Rand (erstes Vierteljahr 2018) und schreiben somit frühere Berechnungen fort.¹⁾ Dabei bietet es sich an, die Renditen in realer Rechnung zu betrachten, da die Kaufkraft der nominalen Renditen mit der Inflationsrate schwankt.²⁾

Das unten stehende Schaubild zeigt, wie sich die realen Renditen der wesentlichen Anlage-

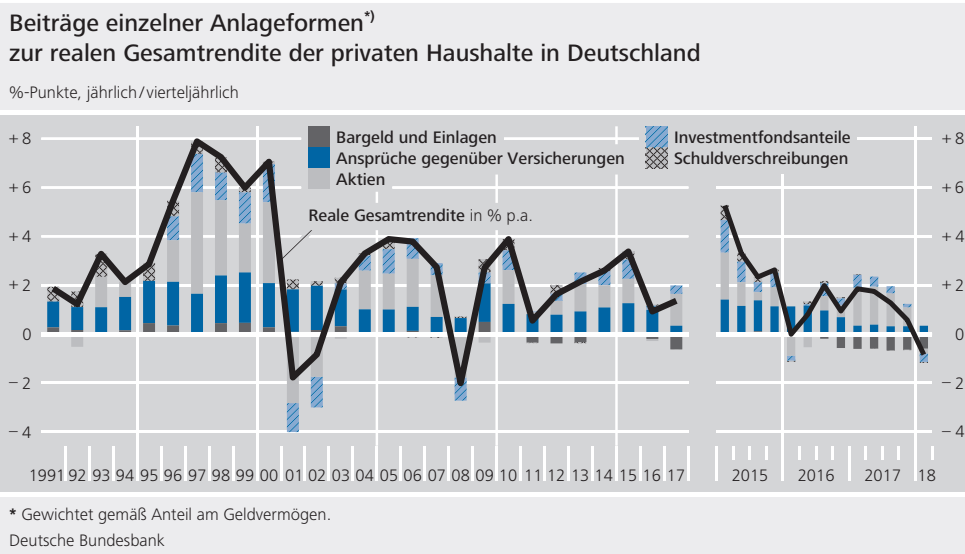
¹ Vgl. für Details hierzu: Deutsche Bundesbank, Anlageverhalten im Niedrigzinsumfeld, Geschäftsbericht 2017, S. 16–18; Deutsche Bundesbank, Reale Portfoliorendite privater Haushalte in Deutschland, Monatsbericht, August 2017, S. 33–35; sowie Deutsche Bundesbank, Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds, Monatsbericht, Oktober 2015, S. 13–32.
² Zusätzlich lässt sich auch eine Betrachtung nach Steuern durchführen, die zu qualitativ ähnlichen Ergebnissen führt. Allerdings wurde vor allem in der Vergangenheit der Inflation ausgleich als Komponente des Nominalzinses höher versteuert. Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Zur Verzinsung privater Finanzanlagen unter Berücksichtigung von Inflation und Steuern, Monatsbericht, Juli 2017, S. 71–77.

Reale Renditen verschiedener Anlageformen der privaten Haushalte in Deutschland

% p.a., jährlich/vierteljährlich



Quellen: Assekurata, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft und eigene Berechnungen. 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.



formen im Portfolio der privaten Haushalte in Deutschland zwischen 1991 und dem ersten Vierteljahr 2018 entwickelten. Bankeinlagen (einschl. Bargeld), die mit knapp 40% stets den größten Portfolioanteil ausmachten, erbrachten über weite Strecken die geringsten realen Renditen, die vor allem seit Mitte 2016 deutlich im negativen Bereich lagen. Seit Anfang 2017 erreichte außerdem die reale Rendite der Versicherungsansprüche ein besonders niedriges Niveau, und auch die typischerweise volatileren Wertpapierrenditen folgten zuletzt einer Abwärtstendenz. Dahinter standen zunächst sinkende Kursgewinne am Kapitalmarkt und vor allem im ersten Vierteljahr 2018 dann auch kräftige Kursverluste.

Werden die Renditen der einzelnen Anlageformen mit dem jeweiligen, zeitvariablen Portfolioanteil gewichtet, ergibt sich die reale Gesamtrendite, die die privaten Haushalte in Deutschland in ihrer Gesamtheit erzielen (siehe oben stehendes Schaubild). Diese Gesamtrendite stieg im Jahr 2017 auf durchschnittlich 1,4%, während sie 2016 noch bei 0,9% gelegen hatte. Parallel zu den Wertpapierrenditen sank sie jedoch im Verlauf des vergangenen Jahres und war Anfang 2018 mit – 0,8% erstmals seit sechs Jahren negativ.

Gedämpft wurde die Gesamtrendite insbesondere von den Renditen auf Bankeinlagen, deren Beitrag zur Gesamtrendite seit Ende 2016

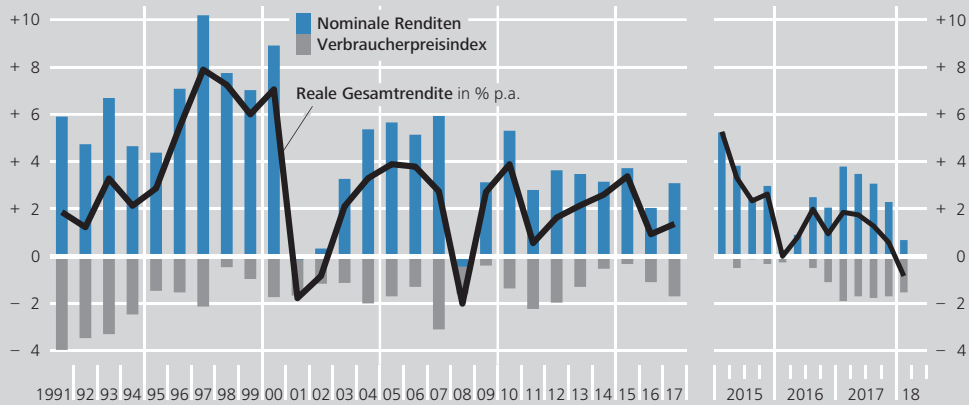
so tief im negativen Bereich lag wie nie zuvor im Berichtszeitraum. Auch die Wertpapierrenditen reduzierten die Gesamtrendite im ersten Vierteljahr 2018 nennenswert. Lediglich der Beitrag von Ansprüchen gegenüber Versicherungen war wie im gesamten Berichtszeitraum auch am aktuellen Rand positiv, allerdings seit 2017 auf einem sehr niedrigen Niveau.

Neben der Rolle einzelner Anlageformen für die reale Gesamtrendite lässt sich auch der Beitrag der nominalen Renditen einerseits und andererseits der Inflationsrate (gemessen anhand des Verbraucherpreisindex, VPI) ermitteln (siehe Schaubild auf S. 35 oben). Die nominalen Renditen übten über den gesamten Berichtszeitraum in der Regel den größten und einen zumeist positiven Einfluss auf die reale Gesamtrendite aus. Über das Jahr 2017 schwächte sich dieser Beitrag aber deutlich ab, was vor allem an den Kursverlusten am Kapitalmarkt lag. Da die Inflationsrate gleichzeitig relativ stabil bei positiven Werten zwischen 1,5% und 2% verharrte, schmälerte sie die reale Gesamtrendite für sich genommen merklich. Im ersten Vierteljahr 2018 überstieg schließlich der negative Beitrag der Inflationsrate den positiven Beitrag der nominalen Renditen, sodass die reale Gesamtrendite am aktuellen Rand unter null sank.

Änderungen in der Portfoliozusammensetzung trugen im Großen und Ganzen nur wenig zur

Beiträge zur realen Gesamtrendite der privaten Haushalte in Deutschland

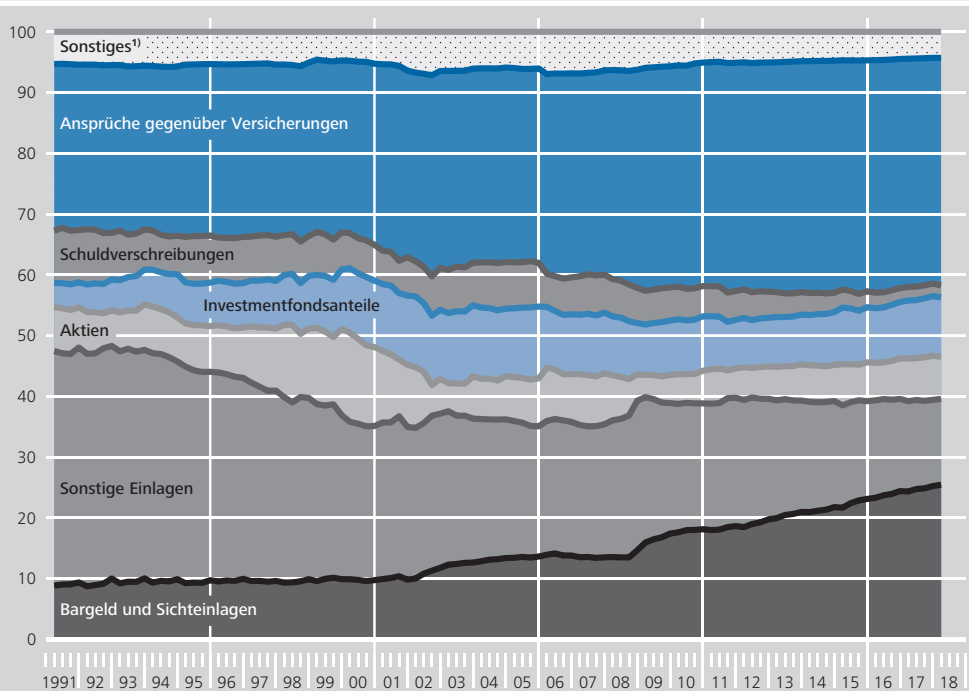
%-Punkte, jährlich/ vierteljährlich



Deutsche Bundesbank

Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland

in %, Quartalsendstände



¹ Umfasst hier neben sonstigen Forderungen auch sonstige Anteilsrechte.

Deutsche Bundesbank

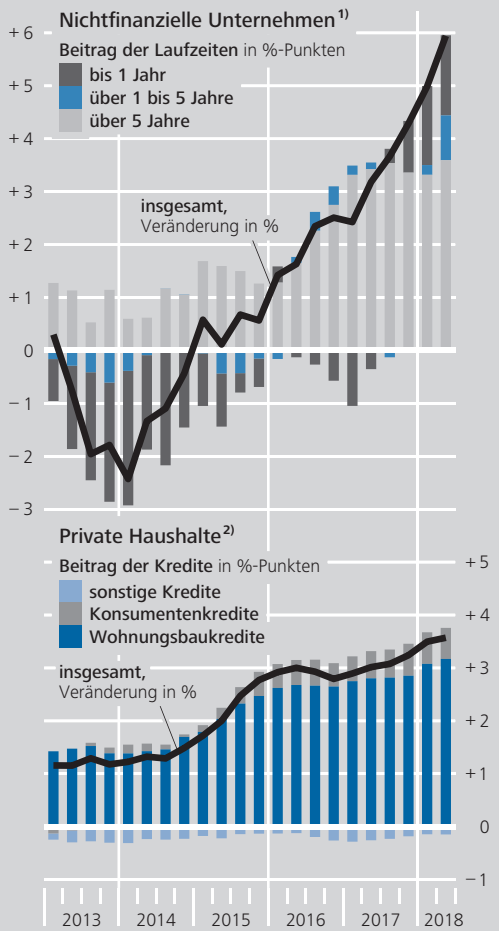
Entwicklung der Gesamtrendite bei (vgl. dazu auch das untere Schaubild auf dieser Seite). Solche Änderungen können durch aktive Portfolioumschichtungen oder, insbesondere bei Wertpapieren, durch Bewertungseffekte ausgelöst werden. Ihre geringe Bedeutung passt zu der Beobachtung, dass selbst im anhaltenden Niedrigzinsumfeld bei den privaten Haus-

halten keine umfassenden Portfolioumschichtungen zu beobachten waren.³⁾

³ Vgl. zu möglichen Portfolioumschichtungen der geldhaltenden Sektoren in Deutschland: Deutsche Bundesbank, Geldvermögensbildung und Renditesuche in Deutschland, Monatsbericht, Mai 2018, S. 30–33.

Buchkredite^{*)} 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

reich der Margen, die für durchschnittlich riskante Ausleihungen deutlich und für risikoreichere Bonitäten spürbar verengt wurden. Die Lockerung der Standards und die Verengung der Margen begründeten die Banken im Wesentlichen erneut mit der hohen Wettbewerbsintensität.

Bei den Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten wurden die Kreditrichtlinien marginal gesenkt. Zudem lockerten die Banken die Kreditbedingungen. So wurden die Margen für durchschnittlich riskante Ausleihungen spürbar und für risikoreichere Engagements per saldo

leicht verengt, während die anderen erfragten Bedingungen nahezu unverändert blieben.

Die Juli-Umfrage des BLS enthielt wie üblich eine Reihe von zusätzlichen Fragen. In Bezug auf ihre Refinanzierungsbedingungen vor dem Hintergrund der Lage an den Finanzmärkten berichteten die deutschen Banken von einer im Vergleich zum Vorquartal kaum veränderten Refinanzierungssituation. Im Hinblick auf die Auswirkungen der neuen regulatorischen und aufsichtlichen Aktivitäten gaben die befragten Banken an, ihre Eigenkapitalposition in der ersten Jahreshälfte 2018 weiter gestärkt zu haben. Bei der erstmals gestellten Frage nach der Bedeutung verschiedener Einflussfaktoren für die Höhe der Kreditmargen im Neugeschäft hoben die befragten Bankmanager mit Blick auf das erste Halbjahr 2018 vor allem die Bedeutung des intensiven Wettbewerbs, der Risikoeinschätzung, der Eigenkapitalkosten, der Einhaltung des Profitabilitätszieles der Institute sowie deren Betriebskosten hervor. Dabei gewann der Einfluss des Wettbewerbs sowie des Profitabilitätszieles und der Eigenkapitalkosten im Verlauf von 2014 bis 2017 am stärksten an Bedeutung.

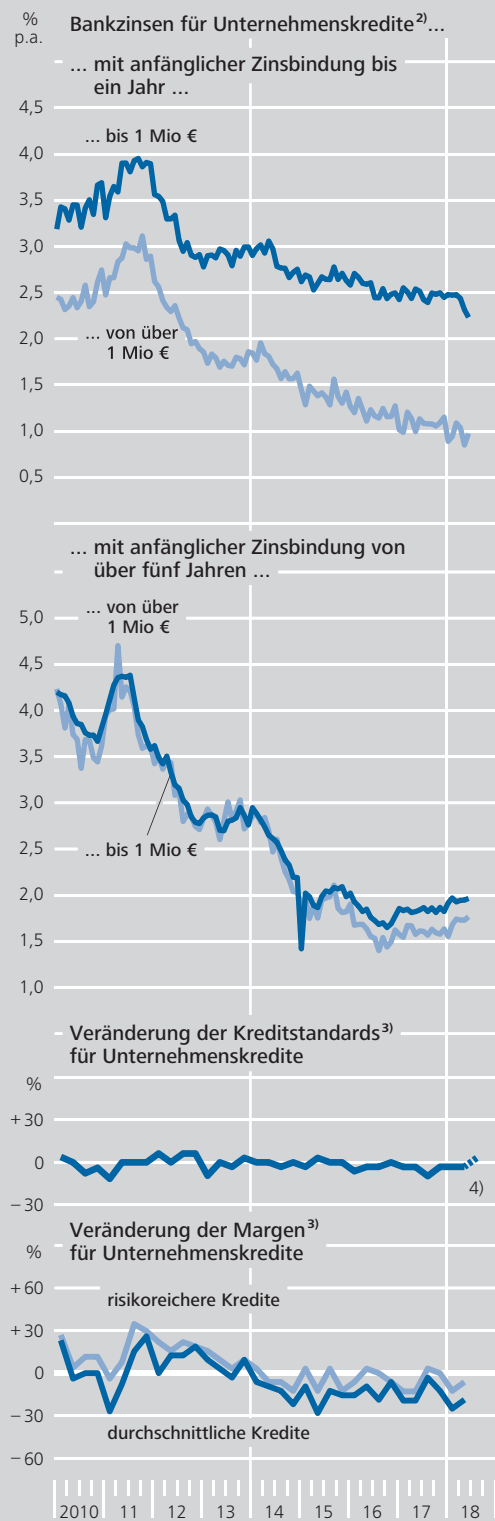
Erstmalig enthielt der aktuelle BLS eine Frage nach den Auswirkungen notleidender Kredite (Non-Performing Loans: NPL) auf die Kreditvergabepolitik. Den Angaben der befragten deutschen Kreditinstitute zufolge hatte die NPL-Quote (prozentualer Anteil des Bruttobestandes notleidender Kredite in der Bankbilanz am Bruttobuchwert der Kredite) in der ersten Jahreshälfte 2018 weder Auswirkungen auf ihre Kreditvergabestandards noch auf die Kreditbedingungen, und in den nächsten sechs Monaten erwarten die Banken ebenfalls keine nennenswerten Auswirkungen. Im Gegensatz dazu gaben die Banken an, dass die NPL-Quote im Berichtszeitraum von 2014 bis 2017 in isolierter Betrachtung die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite und private Baufinanzierungen leicht, die für Konsumentenkredite und sonstige Kredite hingegen nur marginal verschärfte. Außerdem verschärfte sie die Kreditbedingungen für Unternehmenskredite für sich genom-

Weitere Stärkung der Eigenkapitalposition der Banken im ersten Halbjahr

Keine Auswirkung der NPL-Quote deutscher Banken auf ihre Kreditvergabepolitik in der ersten Jahreshälfte 2018

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



Kredite an private Haushalte¹⁾



1 Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. **2** Neugeschäft. Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. Bis Mai 2010 wurde der Aggregatzinssatz als mit den gemeldeten Neugeschäftsvolumina gewichteter Durchschnittssatz berechnet. Ab Juni 2010 wird zunächst ein mit dem gemeldeten Neugeschäftsvolumen gewichteter Zinssatz pro Schicht berechnet. Der Aggregatzinssatz wird ermittelt, indem die Schichtzinssätze mit den hochgerechneten Volumina gewichtet werden. **3** Gemäß Bank Lending Survey; für Kreditstandards: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ in % der gegebenen Antworten, für Margen: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich ausgeweitet“ und „leicht ausgeweitet“ und der Summe der Angaben „etwas verengt“ und „deutlich verengt“ in % der gegebenen Antworten. **4** Erwartungen für das 3. Vj. 2018.

men marginal. Im Vergleich zu Deutschland führten die NPL-Quoten der Banken im Euro-Raum für sich genommen zu einer stärker gestrafften Kreditangebotspolitik. So wirkte die NPL-Quote nach Einschätzung der teilnehmenden Banken im Euro-Währungsgebiet in isolierter Betrachtung insgesamt leicht verschärfend auf die Kreditrichtlinien und die Kreditbedin-

gungen im ersten Halbjahr 2018, und auch für das zweite Halbjahr erwarten die Kreditinstitute ähnlich restriktive Effekte. Für den Zeitraum 2014 bis 2017 berichteten die Banken des Euro-Raums ferner, dass NPL-Quoten die Kreditrichtlinien spürbar restriktiv beeinflussten und die Kreditbedingungen moderat verschärfen.