

■ Geldpolitik und Bankgeschäft

■ Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

EZB-Rat senkt Einlagesatz auf – 0,5% und passt Forward Guidance an

Auf der geldpolitischen Sitzung im September 2019 beschloss der EZB-Rat auf Grundlage seiner Beurteilung der Wirtschafts- und Inflationssichten ein umfangreiches Maßnahmenpaket. Er senkte den Zinssatz für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf – 0,5 %, während er den Hauptrefinanzierungssatz und den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität unverändert bei 0 % und 0,25 % beließ. Gleichzeitig passte er die Orientierung über die künftige Entwicklung der Leitzinsen (Forward Guidance) an. Der EZB-Rat geht nun davon aus, dass die Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass sich die Inflationssichten in seinem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der Kerninflation durchgängig widerspiegelt.

Wiederaufnahme der Nettokäufe im Rahmen des APP

Des Weiteren beschloss der EZB-Rat die Wiederaufnahme der Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € ab dem 1. November 2019. Er geht davon aus, dass die Nettokäufe so lange fortgesetzt werden, wie es für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor der EZB-Rat mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt. Die Forward Guidance zu den Reinvestitionen der bereits erworbenen Wertpapiere beließ der EZB-Rat unverändert.

Anpassung der GLRG III-Konditionen

Zur weiteren Unterstützung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses beschloss der EZB-Rat, die Modalitäten der dritten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) anzupassen. Er verlängerte die Laufzeit der einzelnen Geschäfte von zwei auf drei

Jahre. Zudem entfernte der EZB-Rat den zuvor vorgesehenen Zinsaufschlag von 10 Basispunkten. Der Zinssatz für die einzelnen Geschäfte kann bei Überschreiten einer Referenzgröße nun bis auf den durchschnittlichen Zinssatz der Einlagefazilität während der Laufzeit des Geschäfts fallen. Die Anpassungen sollen die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechterhalten und die reibungslose Transmission der Geldpolitik gewährleisten.

Um die bankbasierte Transmission zusätzlich zu unterstützen, beschloss der EZB-Rat die Einführung eines zweistufigen Systems („two-tier system“) für die Verzinsung der Reserveguthaben. Dabei wird ein Teil der von Banken auf Girokonten beim Eurosystem gehaltenen Überschussliquidität von der Verzinsung zum negativen Einlagesatz ausgenommen und mit 0 % verzinst. Der zusätzlich zum Mindestreservesoll von der negativen Verzinsung ausgenommene Teil der überschüssigen Liquidität je Institut ergibt sich als Vielfaches des individuellen Mindestreservesolls. Der Multiplikator ist für alle Institute gleich und wird anfänglich auf einen Wert von 6 festgelegt. Das zweistufige System ist mit dem Beginn der siebten Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 30. Oktober 2019 in Kraft getreten.¹⁾ Sowohl der Zinssatz für den ausgenommenen Teil als auch der Multiplikator können im Zeitablauf geändert werden.

Zweistufiges System für Verzinsung der Reserveguthaben

Mit den im September beschlossenen Maßnahmen reagierte der EZB-Rat auf die kontinuierlich hinter seinem Ziel zurückbleibende Inflation. Nach Einschätzung des EZB-Rats deuteten die neu verfügbaren Daten darauf hin, dass die Konjunkturschwäche im Euroraum länger anhalte, ausgeprägte Abwärtsrisiken andauerten und der Inflationsdruck verhalten bleibe. Auch aus den von Experten des Eurosystems erstellten September-Projektionen ging eine weitere Eintrübung der Inflationssichten hervor.

EZB-Rat reagiert auf Inflationsentwicklung

¹ Vgl.: Europäische Zentralbank (2019a).

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zwei Reserveperioden vom 31. Juli 2019 bis zum 29. Oktober 2019 nahm der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euroraum leicht zu (siehe unten stehende Tabelle). Mit durchschnittlich 1 434,2 Mrd € in der Periode September/Oktober 2019 lag er um 15,5 Mrd € über dem Durchschnitt der Periode Juni/Juli 2019, der letzten Mindestreserveperiode vor dem Betrachtungszeitraum. Die Summe der autonomen Faktoren zeigte sich weiterhin volatil und schwankte innerhalb der beiden betrachteten Perioden in der Bandbreite von 1 381,5 Mrd € bis 1 472,4 Mrd €. Zum zusätzlichen Liquiditätsbedarf trug vor allem der gestiegene Banknotenumlauf des Eurosystems bei. Er erhöhte sich um 11,9 Mrd € auf durchschnittlich 1 252,7 Mrd € in der Reserveperiode September/Oktober 2019 (siehe Schaubild auf S. 25). Die Einlagen öffentlicher Haushalte hingegen, die um 2,7 Mrd €

auf durchschnittlich 298,6 Mrd € zunahmen, veränderten sich per saldo kaum. Noch weniger änderte sich die Summe aus den Netto-Währungsreserven und den sonstigen Faktoren, die aufgrund liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden. Hier kam es lediglich zu einer zusätzlichen Liquiditätsabsorption in Höhe von 0,9 Mrd €. Zudem erhöhte auch der Anstieg des Mindestreservesolls den rechnerischen Bedarf der Banken an Zentralbankguthaben. Das Reservesoll nahm um 1,8 Mrd € auf 133,2 Mrd € in der Reserveperiode September/Oktober 2019 zu.

Das insgesamt ausstehende Tendervolumen aus Offenmarktgeschäften des Eurosystems reduzierte sich weiter und lag mit durchschnittlich gut 670 Mrd € in der Periode September/Oktober 2019 rund 34 Mrd € unter dem Durchschnitt der Vergleichs-

Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

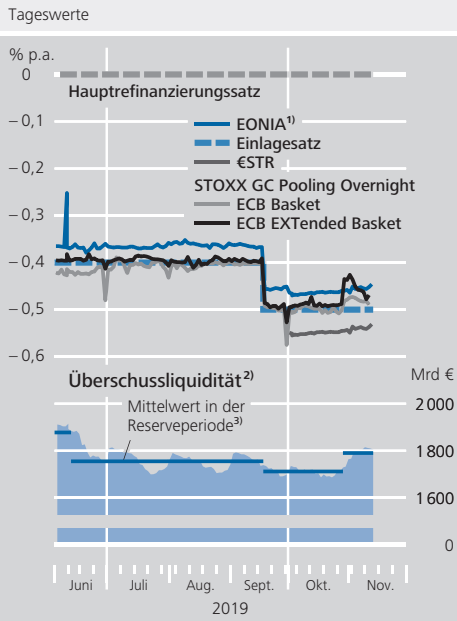
Position	2019	
	31. Juli bis 17. Sept. 2019	18. Sept. bis 29. Okt. 2019
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 10,3	- 1,6
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 27,4	- 30,1
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	+ 9,9	+ 38,3
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 29,0	- 20,1
Insgesamt	- 2,0	- 13,5
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 1,6	- 1,0
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 7,6	- 24,0
c) Sonstige Geschäfte	- 8,0	- 3,7
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 15,1	+ 99,1
Insgesamt	- 2,1	+ 70,4
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 4,2	+ 57,0
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,6	- 1,2

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

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität



Quellen: EZB, Eurex Repo und eigene Berechnungen. **1** Ab 1. Oktober 2019 berechnet sich EONIA aus €STR + 8,5 Basispunkte. **2** Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll plus Einlagefazilität. **3** Die letzte dargestellte Periode ist noch nicht beendet.

Deutsche Bundesbank

Ankaufprogramme des Eurosystems

Mrd €

Programm	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 8. November 2019
Aktive Programme¹⁾		
PSPP	- 0,1	2 088,1
CBPP3	- 0,4	262,1
CSPP	+ 0,1	180,1
ABSPP	+ 0,7	27,5
Beendete Programme		
SMP	- 5,8	47,8
CBPP1	- 0,5	2,4
CBPP2	- 0,5	3,0

1 Veränderungen aufgrund von Fälligkeiten, Reinvestitionen und Neubewertungseffekten.

Deutsche Bundesbank

periode Juni/Juli 2019 (siehe Schaubild auf S. 26). Die Zinsentscheidung des EZB-Rats (siehe S. 22) hatte keine Auswirkung auf die regulären Tendergeschäfte, wohl aber auf die niedrigste erreichbare Verzinsung der dritten Serie der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), deren Modalitäten darüber hinaus vom EZB-Rat angepasst wurden (siehe S. 22). Das erste

von sieben Geschäften der GLRG III wurde am 25. September 2019 gutgeschrieben. Mit einem Volumen von 3,4 Mrd € und 28 beteiligten Instituten war die Nachfrage jedoch nur gering. Dies wurde vor allem damit begründet, dass Kreditinstitute nicht die Möglichkeit hatten, auf die Verbesserung der Konditionen durch den EZB-Rat zu reagieren, da die entscheidenden Fristen bereits verstrichen waren.

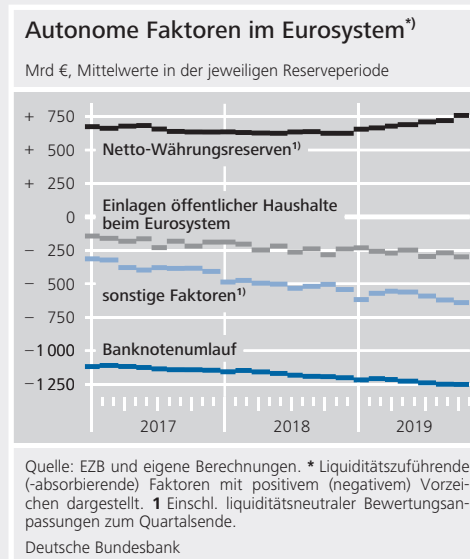
Am gleichen Tag wie das erste GLRG III valuierten auch vorzeitige freiwillige Rückzahlungen in Höhe von insgesamt 31,8 Mrd € aus den noch ausstehenden GLRG II, sodass per saldo Liquidität in Höhe von 28,4 Mrd € absorbiert wurde. Auch in den Standardtenderoperationen verringerte sich im Betrachtungszeitraum die bereitgestellte Zentralbankliquidität. So sank die Nachfrage in den Hauptrefinanzierungsgeschäften gegenüber der Reserveperiode Juni/Juli 2019 im Durchschnitt um 2,6 Mrd € auf nur noch durchschnittlich 2,0 Mrd €. Die Nachfrage in den Dreimonatstendern nahm ebenfalls um 0,5 Mrd € auf 2,8 Mrd € ab.

Den Großteil an Zentralbankliquidität stellte das Eurosystem weiterhin über seine Wertpapierankaufprogramme bereit. Ihr durchschnittlicher bilanzieller Bestand lag in der Periode September/Oktober 2019 bei 2 609 Mrd €, was einem Anteil von fast 80 % an der vom Eurosystem über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Zentralbankliquidität entsprach. Gegenüber dem entsprechenden Durchschnittsbestand in der Reserveperiode Juni/Juli 2019 bedeutete dies einen Rückgang um rund 12 Mrd €, der aus Amortisation, Fälligkeiten sowie der Flexibilität bei Reinvestitionen resultierte (siehe nebenstehende Tabelle).

Infolge der niedrigeren Liquiditätsbereitstellung und des gestiegenen Liquiditätsbedarfs aus autonomen Faktoren verringerte sich

die Überschussliquidität im Betrachtungszeitraum. In der Reserveperiode September/Okttober 2019 lag sie bei durchschnittlich 1 712 Mrd € und sank damit um 63 Mrd € gegenüber der Periode Juni/Juli 2019. Mit der Wiederaufnahme der Wertpapierankaufprogramme ab November 2019 dürfte sich aufgrund einer steigenden Liquiditätsbereitstellung die Überschussliquidität erhöhen. Dabei bleiben Liquiditätseffekte aus den Refinanzierungsgeschäften, insbesondere den GLRG, ein weiterer Einflussfaktor. Zum Ende des Betrachtungszeitraums war eine Verlagerung der gehaltenen Überschussliquidität von der Einlagefazilität zu Zentralbankguthaben auf Girokonten zu beobachten (siehe Tabelle auf S. 23). Diese Verschiebung zwischen beiden Komponenten der Überschussliquidität dürfte in Zusammenhang mit der Einführung des zweistufigen Systems für die Verzinsung der Reserveguthaben (siehe S. 22) stehen. Mit der tatsächlichen Einführung des Systems zur aktuell laufenden Reserveperiode verstärkte sich diese Entwicklung erwartungsgemäß nochmals deutlich (siehe Schaubild auf S. 26).

Die Senkung des Einlagesatzes übertrug sich mit dem Beginn der Reserveperiode September/Okttober 2019 vollständig auf die besicherten und unbesicherten Geldmarktsätze. Damit orientierten sich die Tagesgeldsätze am Euro-Geldmarkt unverändert am Satz der Einlagefazilität (siehe Schaubild auf S. 24). Dies gilt auch für die Euro Short-Term Rate (€STR), dem erstmals für den 1. Oktober 2019 veröffentlichten neuen Referenzzinssatz für unbesichertes Tagesgeld. €STR lag bis zum Ende der Mindestreserveperiode September/Okttober 2019 im Durchschnitt bei – 0,55 %. Mit der Veröffentlichung von €STR wurde die Methodik zur Berechnung von EONIA umgestellt (siehe Erläuterungen auf S. 28), was jedoch keine Auswirkungen auf den Abstand des EONIA zum Einlagesatz

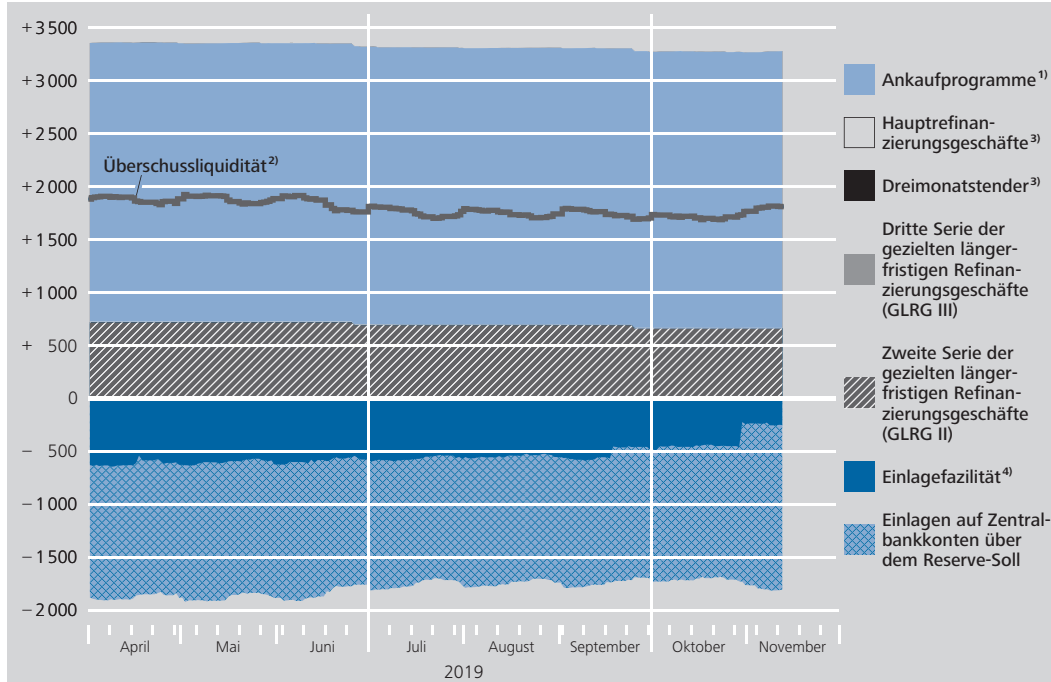


hatte. EONIA notierte in der Reserveperiode September/Okttober 2019 bei durchschnittlich – 0,46 % (Vorperiode Juli/September 2019: – 0,36 %). Im Betrachtungszeitraum lagen die EONIA-Umsätze mit 2,0 Mrd € (bis einschl. 30. September) unverändert auf einem niedrigen Niveau. Die für die Berechnung der €STR zugrunde liegenden Umsätze (vom 1. bis 29. Oktober) betragen durchschnittlich 32,6 Mrd €.

Besichertes Tagesgeld wurde im Durchschnitt auf dem Niveau des Einlagesatzes gehandelt. Overnight-Geschäfte auf der Plattform GC Pooling wurden im ECB Basket in der Periode September/Okttober 2019 bei durchschnittlich – 0,50 % und damit 10 Basispunkte niedriger als in der Vorperiode Juli/September 2019 abgeschlossen. Im mit einem größeren Sicherheitenkreis versehenen ECB EXTended Basket wurde Tagesgeld in der Periode September/Okttober 2019 durchschnittlich bei – 0,49 % gehandelt. Über beide Segmente betragen die aggregierten Overnight-Umsätze im Betrachtungszeitraum im Durchschnitt 7,2 Mrd € und lagen damit unter denen des vorherigen Betrachtungszeitraums in Höhe von 9,7 Mrd €.

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

Gleichzeitig stützten das kräftige Beschäftigungswachstum und steigende Löhne aber weiterhin die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Eurogebiets.

Bilanziell ausgewiesene Wertpapierbestände kaum verändert

Die bilanziell ausgewiesenen Bestände des APP schwankten weiterhin leicht im Zeitablauf. Dies lag einerseits an der zeitlichen Glättung der Reinvestitionen im Rahmen der im Dezember beschlossenen technischen Parameter und andererseits an der Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten²⁾. Insgesamt hielt das Eurosystem am 8. November dem APP zugehörige Aktiva in Höhe von 2 558 Mrd € (zur Aufgliederung der Bestände in die einzelnen Teilprogramme siehe die Erläuterungen auf S. 24). Mit dem Beginn der neuen Nettokäufe seit Anfang November werden die Bestände aber weiter zunehmen.

Verhaltene Teilnahme am ersten GLRG III

Die Nachfrage im ersten GLRG III, welches am 25. September abgewickelt wurde, fiel mit insgesamt 3,4 Mrd € durch 28 Banken sehr ge-

ring aus. Gleichzeitig wurden im Rahmen der freiwilligen Rückzahlungsmöglichkeit aus der zweiten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) 31,8 Mrd € zurückgegeben. Damit ergab sich ein negativer Netto-Liquiditätseffekt. Zusammengefasst steht in den GLRG II und GLRG III derzeit ein Volumen von rund 661 Mrd € aus. Die Konditionen der GLRG III waren vor der Anpassung im September weniger attraktiv als diejenigen der GLRG II. Daher bestand bis zur Septembersitzung für viele Banken der Anreiz, den Wechsel von GLRG II auf GLRG III zu einem späteren Zeitpunkt zu vollziehen. Vor diesem Hintergrund könnte die geringe Nachfrage im ersten GLRG III darauf zurückzuführen sein, dass die Anpassung der Konditionen erst kurz vor der Durchführung des Geschäfts erfolgte. Aufgrund abgelaufener

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

Fristen für verschiedene Meldeanforderungen konnten Geschäftspartner nicht mehr am ersten GLRG III teilnehmen, wenn sie die Teilnahmevoraussetzungen nicht bereits zuvor erfüllt hatten. Für das zweite GLRG III, welches im Dezember abgewickelt wird, ist deshalb mit einer höheren Nachfrage zu rechnen.

Überschussliquidität leicht gestiegen

Die Überschussliquidität stieg zuletzt an und notierte mit 1 815 Mrd € leicht höher als am Ende des letzten Berichtszeitraums. Perspektivisch dürfte die Überschussliquidität mit der Wiederaufnahme der Nettokäufe im APP seit Anfang November wieder deutlicher ansteigen. Ihre Entwicklung bleibt aber auch abhängig vom Nachfrageverhalten der Banken in den GLRG III und der Nutzung der vorzeitigen Rückzahlungsmöglichkeiten in den GLRG II.

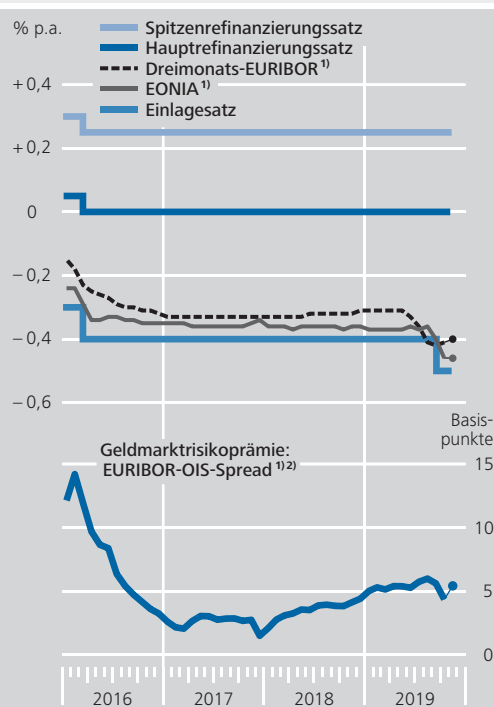
Vollständige Transmission der Einlagesatzsenkung auf kurzfristige Geldmarktsätze

Die Absenkung des Einlagesatzes auf $-0,5\%$ wurde am 18. September wirksam. Der unbesicherte Übernachtssatz am Interbanken-Geldmarkt (EONIA) vollzog die Senkung nahezu vollständig nach und notierte seitdem in einer Bandbreite zwischen $-0,45\%$ und $-0,47\%$. Die Einführung einer neuen Methodik zur Ermittlung von EONIA (siehe dazu die Erläuterungen auf S. 28) hatte bislang keinen maßgeblichen Einfluss auf den Abstand von EONIA zum Einlagesatz.

Geldmarktterminalsätze zuletzt deutlich gestiegen

Nachdem die Geldmarktterminalsätze in den Wochen vor der Septembersitzung weiter gesunken waren, stiegen sie im Berichtszeitraum zuletzt deutlich an. Noch am Tag der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats am 12. September verschob sich die Terminkurve merklich nach oben. Diese Aufwärtsbewegung deutet auf die Rückbildung von weitergehenden Zinssenkungserwartungen hin. In den Wochen nach der Sitzung stiegen die Terminalsätze weiter an. Von den Marktteilnehmern als positiv wahrgenommene Neuigkeiten zu den Brexit-Verhandlungen und zu den Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China dürften dabei Haupttreiber der rückläufigen Zinssenkungserwartungen gewesen sein. Derzeit ist auf Basis der Terminalsätze eine weitere Absenkung des Einlagesatzes um

Geldmarktzinsen im Euroraum



Quellen: EZB und Bloomberg. **1** Monatsdurchschnitte. **2** Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. • = Durchschnitt 1. bis 11. November 2019.

Deutsche Bundesbank

10 Basispunkte nur noch teilweise eingepreist. In den Umfragen vor der Oktobersitzung erwarteten die Marktteilnehmer im Median zwar im ersten oder zweiten Quartal 2020 eine weitere Senkung des Einlagesatzes um 10 Basispunkte. Allerdings deuteten auch die Umfrageergebnisse darauf hin, dass die Unsicherheit über einen weiteren Zinsschritt zugenommen hat, da die zuvor stark auf Dezember 2019 konzentrierten Erwartungen nun breiter gestreut sind und insgesamt nur noch eine knappe Mehrheit von Umfrageteilnehmern mit einer weiteren Senkung rechnete.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 verzeichnete im dritten Quartal 2019 erneut kräftige Zuflüsse und setzte damit sein robustes Wachstum fort. Wesentliche Wachstumstreiber waren erneut die Buchkreditvergabe an den in-

Robustes Geldmengenwachstum im dritten Quartal 2019 fortgesetzt

Neue Methodik zur Berechnung von EONIA seit dem 2. Oktober 2019

Seit dem 2. Oktober 2019 veröffentlicht das European Money Market Institute (EMMI) den unbesicherten Übernachtsatz am Interbanken-Geldmarkt (Euro OverNight Index Average: EONIA) auf Basis einer neuen Berechnungsmethode.¹⁾ EONIA stellt einen wichtigen Referenzzinssatz für den Euro dar. Er war zuletzt definiert als derjenige Zinssatz, zu dem solide Banken in der Europäischen Union und der Europäischen Freihandelsassoziation (European Free Trade Area: EFTA) unbesicherte Kredite am Interbanken-Tagesgeldmarkt in Euro vergeben. Bis zum 30. September 2019 berechnete die EZB den EONIA im Auftrag von EMMI als gewichteten Durchschnittzinssatz der gemeldeten Volumina und Durchschnittzinssätze von einer zuletzt aus 28 Banken bestehenden Stichprobe.

Nach bisheriger Methodik wäre EONIA ab 2020 nicht mehr mit den Kriterien der EU-Benchmark-Verordnung vereinbar gewesen. Daher empfahl die Arbeitsgruppe des Privatsektors zu risikofreien Euro-Zinssätzen²⁾ im September 2018, künftig die von der EZB auf Basis der europäischen Geldmarktstatistik (Money Market Statistical Reporting: MMSR) berechnete und bereitgestellte Euro Short-Term Rate (€STR) als risikofreien kurzfristigen Euro-Referenzzinssatz zu verwenden.³⁾

Der neue Zinssatz €STR unterscheidet sich in wichtigen Merkmalen von EONIA. Während EONIA auf die Konditionen der Kreditvergabe einer Bank an andere Banken abstellte (sog. „lending“-Konzept), reflektiert €STR die unbesicherte Kreditaufnahme der Banken im Großkundengeschäft (sog. „borrowing“-Konzept). In €STR sind demnach nicht nur Transaktionen zwischen Banken enthalten, sondern auch die Kreditaufnahme der Banken von anderen Finanzunternehmen ohne Banklizenz (bspw. Geldmarktfonds). Da €STR somit zum erheblichen Teil auch die Zinssätze von Transaktionen mit Finanzunternehmen ohne Zugang zur Einlagefazilität des Eurosystems enthält, notiert €STR im derzeitigen Umfeld hoher Überschussliquidität leicht unterhalb des Zinssatzes der Einlagefazilität. EONIA hingegen lag

auf Basis der bisherigen Berechnungsmethode bei hoher Überschussliquidität stets wenige Basispunkte oberhalb des Einlagesatzes, da für Banken mit Zugang zur Einlagefazilität in der Regel keine Anreize bestehen, Interbankenkredite zu einem niedrigeren Zinssatz zu vergeben.

Um einen reibungslosen und graduellen Wechsel von EONIA auf €STR zu unterstützen, empfahl die Arbeitsgruppe im März 2019, Übergangsweise die Methodik zur Berechnung von EONIA anzupassen.⁴⁾ Für einen Übergangszeitraum ab der ersten Veröffentlichung von €STR am 2. Oktober 2019⁵⁾ berechnet EMMI täglich EONIA als €STR zuzüglich eines fixen Zinsabstands von 8,5 Basispunkten. Dieser Zinsabstand ergab sich aus der durchschnittlichen Differenz der beiden Konzepte während einer einjährigen Referenzperiode und wurde von der EZB im Mai 2019 festgelegt und veröffentlicht.⁶⁾

Durch die temporäre parallele Veröffentlichung von EONIA nach neuer Methodik und €STR kann EONIA noch für einen begrenzten Zeitraum für Finanzkontrakte genutzt werden. Die Arbeitsgruppe empfiehlt den Marktteilnehmern, EONIA graduell in allen Produkten und Kontrakten durch €STR zu ersetzen und perspektivisch €STR als Standard-Referenzzinssatz zu verwenden. Die Veröffentlichung von EONIA soll am 3. Januar 2022 beendet werden.

1 Vgl.: European Money Market Institute (2019).

2 Die Arbeitsgruppe zu risikofreien Zinssätzen für den Euroraum wurde im Jahr 2018 von der EZB, der belgischen Finanzaufsichtsbehörde (FSMA), der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) und der Europäischen Kommission gegründet. Ihre Hauptaufgabe besteht darin, alternative risikofreie Zinssätze sowie entsprechende Umstellungsmöglichkeiten zu identifizieren und zu empfehlen. Sie wird von Branchenvertretern geleitet, und die EZB stellt das Sekretariat.

3 Vgl.: Europäische Zentralbank (2018).

4 Vgl.: Europäische Zentralbank (2019b).

5 Die Veröffentlichung am Tag T+1 reflektiert Transaktionen des Vortags, d. h. am 2. Oktober 2019 wurde €STR für das Referenzdatum 1. Oktober 2019 veröffentlicht.

6 Vgl.: Europäische Zentralbank (2019c).

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors im Euroraum ^{*)}					
Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt					
Aktiva	2019 2. Vj.	2019 3. Vj.	Passiva	2019 2. Vj.	2019 3. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	126,4	127,7	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	- 0,7	23,6
Buchkredite	113,8	102,8	Geldmenge M3	170,7	201,5
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	135,7	107,3	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	12,6	24,9	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	146,0	192,3
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	- 56,8	8,4	Übrige kurzfristige Einlagen (M2-M1)	16,6	8,3
Buchkredite	- 1,4	- 1,3	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	8,1	1,0
Wertpapierkredite	- 55,7	9,7	Geldkapital	47,8	4,4
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	108,9	81,4	davon:		
andere Gegenposten von M3	39,5	11,9	Kapital und Rücklagen	26,1	24,3
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	21,7	- 19,9

* 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

ländischen Privatsektor und Mittelzuflüsse aus dem Ausland. Während das Wachstum der Buchkredite an private Haushalte aufwärtsgerichtet blieb, wurde das Wachstum der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen durch die anhaltende konjunkturelle Eintrübung im Euroraum etwas gedämpft. Die Kreditvergabepolitik der Banken im Euroraum blieb laut der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) im Berichtsquartal sowohl im Firmen- als auch im Privatkundengeschäft per saldo weitgehend unverändert.

Haupttreiber der M3-Zuflüsse weiterhin Sichteinlagen privater Haushalte

Unter den Komponenten von M3 verzeichneten im dritten Vierteljahr erneut die Sichteinlagen die mit Abstand höchsten Zuflüsse. Daneben erhöhten die Anleger auch ihre Bestände an Bargeld, an kurzfristigen Spareinlagen und an Geldmarktfondsanteilen. Der Anstieg der Sichteinlagen dominierte jedoch die Gesamtentwicklung. Den größten Beitrag zu diesem Anstieg leisteten abermals die Zuflüsse aus dem Sektor der privaten Haushalte. Ausschlaggebend für die hohe Präferenz dieser Anleger für möglichst kurze Laufzeiten dürften die nach wie vor geringen Zinsdifferenzen zwischen den verschiedenen Einlageformen und die auch im dritten Quartal anhaltende Unsicherheit über die Wirtschaftsaussichten gewesen sein. Im Ergebnis betrug die Jahreswachstumsrate von M3 Ende September 5,5 %.

Unter den Gegenposten zu M3 verzeichnete erneut die (um Verbriefungen und Verkäufe bereinigte) Buchkreditvergabe an den inländischen Privatsektor die größten Nettozuflüsse. Ihr Beitrag zur Jahreswachstumsrate von M3 stieg damit auf 3,5 Prozentpunkte zum Quartalsende. Im Vergleich zum starken zweiten Vierteljahr ließ die Dynamik der Nettozuflüsse allerdings leicht nach. Dies betraf hauptsächlich die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen und hatte zur Folge, dass die Jahreswachstumsrate für dieses Kreditsegment auf 3,7 % zum Quartalsende nachgab. Insbesondere die Nettozuflüsse bei Banken in Deutschland und Frankreich fielen geringer aus, was im Zusammenhang mit der eingetrübten Wirtschaftslage stehen dürfte. Zusätzlich vergrößerten sich die Nettoabflüsse in Italien, wozu möglicherweise trotz ebenfalls schwachen Wachstums eine verbesserte Liquiditätssituation italienischer Unternehmen infolge von Steuererleichterungen beigetragen haben könnte.

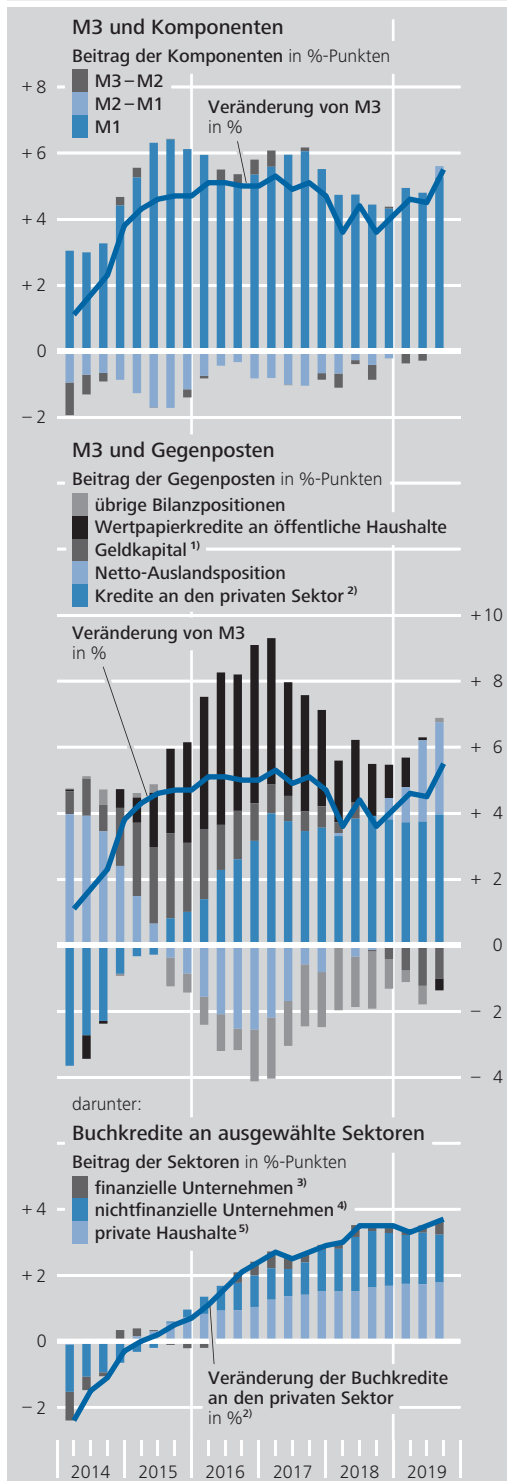
Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen mit nachlassender Dynamik

Gemäß den Angaben der im BLS befragten Banken änderte sich per saldo weder die Kreditvergabepolitik noch die Nachfrage nach Krediten vonseiten der Unternehmen im Euroraum nennenswert. Zwar verschärften die befragten Institute ihre Kreditbedingungen insgesamt geringfügig, sie lockerten aber gleichzeitig marginal ihre Standards im Firmenkundengeschäft.

Kreditvergabepolitik und -nachfrage im dritten Quartal per saldo kaum verändert

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahr, Quartalsendstände, saisonbereinigt



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

Die Zinsen für Unternehmenskredite erreichten im Berichtsquartal neue historische Tiefstände. Dazu passt, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten nach Einschätzung der BLS-Banken vor allem durch das niedrige allgemeine Zinsniveau gestützt wurde. Dagegen trug der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen nach Einschätzung der befragten Banken nur noch in geringem Umfang zum Anstieg der Nachfrage bei. Für sich genommen nachfrage-dämpfend wirkte der rückläufige Mittelbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel sowie die Verwendung alternativer Finanzierungsquellen.

Die um Verbriefungen und Verkäufe bereinigte Buchkreditvergabe an private Haushalte verzeichnete im Berichtsquartal erneut spürbare Nettozuflüsse und leistete damit den größten Beitrag zum Wachstum der Buchkredite an den Privatsektor. Zwar ließ die Dynamik der Konsumentenkredite etwas nach, dafür fielen die Zuflüsse bei den wesentlich umfangreicheren Wohnungsbaukrediten merklich höher aus als im Vorquartal. Die am BLS teilnehmenden Banken im Euroraum führten den beobachteten Nachfrageanstieg bei den Wohnungsbaukrediten einmal mehr auf das niedrige allgemeine Zinsniveau und die positiven Aussichten für den Wohnimmobilienmarkt und dessen Preisentwicklung zurück. Per saldo resultierte daraus ein weiterer leichter Anstieg der Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte auf 3,4%. Nach wie vor trugen Banken in Frankreich und Deutschland mit den höchsten Nettozuflüssen dazu bei, doch auch in Italien war der Nettozuwachs spürbar.

Buchkreditvergabe an private Haushalte weitert sich mit merklichen Zuflüssen

Die Standards im Bereich der Wohnungsbaukredite blieben im Berichtszeitraum gemäß den Umfrageergebnissen des BLS im Euroraum nahezu unverändert. Dagegen wurden die Kreditbedingungen insgesamt erstmalig seit Einführung dieser separat erfragten Kategorie im April 2015 unter dem Strich marginal verschärft. Dazu trug bei, dass die befragten Banken ihre Margen insbesondere für risikoreichere Bonitäten ausweiteten. Insgesamt betrachtet kam

Standards im Bereich der Wohnungsbaukredite nahezu unverändert

es aber nicht zu einer signifikanten Anpassung der Vergabepolitik.

M3-Wachstum gestützt durch Nachfrage ausländischer Investoren nach inländischen Wertpapieren

Auch die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors stützte im Berichtsquartal das Geldmengenwachstum erneut merklich. Neben dem anhaltenden Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums trug auch der leicht positive Saldo im Wertpapierverkehr zum Wachstum von M3 bei. Gemäß den für Juli und August vorliegenden nicht saisonbereinigten Daten der Zahlungsbilanz fragten per saldo ausländische Investoren in größerem Umfang sowohl längerfristige Anleihen inländischer öffentlicher Haushalte als auch Aktien und Investmentfondsanteile des inländischen Privatsektors nach. Inländische Investoren zeigten insbesondere an ausländischen Anleihen Interesse.

Auch Wertpapierkredite stützen M3 im dritten Quartal

Die Wertpapierkredite des MFI-Sektors leisteten im Berichtsquartal per saldo ebenfalls einen positiven Beitrag zum Geldmengenwachstum. Seit der Einstellung der monatlichen Nettokäufe von Wertpapieren durch das Eurosystem zum Jahresende 2018 spiegelt die Entwicklung dieses Gegenpostens primär das Anlageverhalten der Geschäftsbanken wider. Aufgebaut wurden insbesondere Anleihen und Schuldverschreibungen, bei Aktien und Investmentfondsanteilen kam es im Gegensatz zum Vorquartal nur zu einem leichten Anstieg.

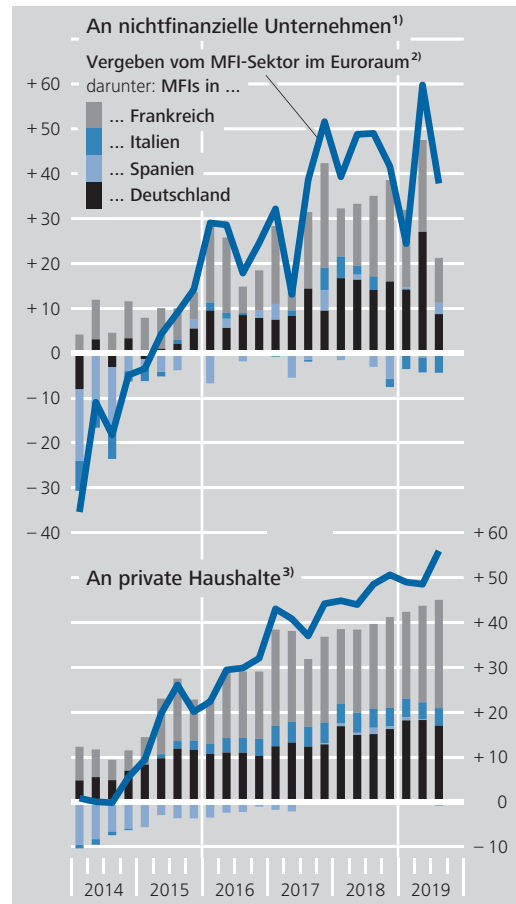
Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Einlagengeschäft deutscher Banken weiterhin dominiert durch Aufbau von Sichteinlagen

Das Einlagengeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden verzeichnete im Berichtsquartal erneut einen deutlichen Zuwachs. Getragen wurde das solide Wachstum wie in den Vorquartalen von kräftigen Nettozuflüssen zu den täglich fälligen Einlagen. Besonderes Interesse an dieser risikoarmen und hochliquiden Anlageform zeigten abermals die privaten Haushalte. Gestützt wurde die Nachfrage nach Sichteinlagen durch den geringen Zinsabstand zu längerfristigen sicheren Anlageformen, der zu-

Buchkredite an den nichtfinanziellen Privatsektor im Euroraum^{*)}

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt



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

Deutsche Bundesbank

dem im Berichtsquartal weiter gesunken ist. Auch die nichtfinanziellen Unternehmen bauten ihre Bestände an Sichteinlagen weiter aus, jedoch in weitaus geringerem Umfang als die privaten Haushalte. Für Firmenkunden hat die Attraktivität dieser Einlageform in den letzten Jahren durch die stärkere Absenkung der Zinssätze in diesem Marktsegment, auch in den negativen Bereich, tendenziell abgenommen (siehe hierzu die Erläuterungen auf S. 32 f.). Alle anderen Einlagearten wurden per saldo weiter abgebaut. Deutliche Abflüsse verzeichneten insbesondere die längerfristigen Termineinlagen von Versicherungen und Pensionsfonds, die bereits seit Jahren ihre Bestände an Bankeinlagen

Zur negativen Verzinsung von Einlagen nichtfinanzieller Unternehmen und privater Haushalte in Deutschland

Der in der MFI-Zinsstatistik¹⁾ ermittelte, aggregierte Zinssatz für Sichteinlagen nichtfinanzieller Unternehmen bewegt sich seit November 2016 im negativen Bereich. Sichteinlagen privater Haushalte sind dagegen im Durchschnitt weiterhin knapp positiv verzinst, ebenso wie Termineinlagen.²⁾

In der MFI-Zinsstatistik wird monatlich die Höhe der angewandten Zinssätze (sowie der dazugehörigen Volumina) gegenüber nichtfinanziellen Unternehmen und privaten Haushalten ermittelt. Die Erhebung ist als repräsentative Stichprobe konzipiert und jede der derzeit circa 220 Banken in der Stichprobe meldet ihre volumengewichteten Durchschnittszinssätze in den einzelnen Einlagenpositionen an die Bundesbank. Basierend auf den Daten der MFI-Zinsstatistik lässt sich daher zwar nicht ermitteln, wie

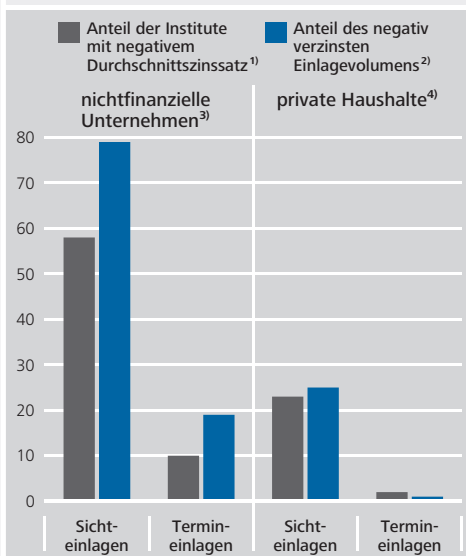
viele Banken in Deutschland negative Einlagenzinsen eingeführt haben. Aufgrund der Repräsentativität der Stichprobe lassen sich über eine Hochrechnung aber sehr wohl qualifizierte Aussagen über die relative Verbreitung negativer Zinsen auf Kundeneinlagen im deutschen Bankensektor treffen.

Demnach meldeten im September 2019 58 % der meldepflichtigen Institute einen negativen volumengewichteten Durchschnittszinssatz auf Sichteinlagen von Unternehmen. Die Summe der Einlagen bei diesen Instituten entspricht 79 % des gesamten Sichteinlagenvolumens von Unternehmen bei deutschen Banken. Laut Aussagen der meldepflichtigen Institute führen vor allem großvolumige Einlagen zu den negativen volumengewichteten Durchschnittswerten auf Institutsebene. Die Berechnung negativer Zinsen gegenüber Unternehmen scheint dabei eine über fast alle Bankengruppen hinweg übliche Praxis zu sein.

Bei den Einlagen privater Haushalte lag der Anteil der deutschen Institute, die einen negativen volumengewichteten Durchschnittszinssatz meldeten, bei 23 %, was einem Anteil von 25 % am Gesamtvolumen der Sichteinlagen privater Haushalte bei deutschen Banken entspricht. Negative Zinsen werden hier vor allem von Großbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken berechnet.

Negativ verzinsten Bankeinlagen in Deutschland

in %, Monatsendstand: September 2019



1 Anteil der meldepflichtigen Institute mit volumengewichtetem negativem Durchschnittszinssatz an der gesamten, ca. 220 Institute umfassenden MFI-Zinsstatistik-Stichprobe. **2** Anteil des hochgerechneten Einlagevolumens von Instituten mit negativem Durchschnittszinssatz am gesamten Einlagevolumen der Banken in Deutschland. **3** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. **4** Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
 Deutsche Bundesbank

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017), S. 97 ff.

² Während negative effektive Zinssätze in der MFI-Zinsstatistik 2016 erstmals auftraten, ist eine negative reale Verzinsung von Bankeinlagen privater Haushalte kein neues Phänomen. Auch in den vergangenen Jahrzehnten gab es immer wieder Phasen negativer Realzinsen. Der reale Einlagenzins ist ein inflationsbereinigter Zins, der den mit der Zinszahlung auf die Einlage realisierten Zuwachs an Kaufkraft wiedergibt. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung der realen Einlagenverzinsung in Deutschland, Monatsbericht, Juli 2017, S. 97 ff.

Beim Termineinlagenbestand waren diese Werte deutlich geringer. Nur rund 10 % der Institute meldeten im Durchschnitt negative Zinsen auf Termineinlagen für Unternehmen und rund 2 % der Institute für private Haushalte. Dies entspricht Volumenanteilen von 19 % beziehungsweise 1 %.

Empirische Untersuchungen zur Zinsweitergabe zeigen, dass sich in Deutschland die Zinsen für Termineinlagen auf aggregierter Ebene üblicherweise an der Entwicklung kurzfristiger Marktzinsen (12-Monats-EURIBOR) orientieren, dabei allerdings ein höheres Niveau aufweisen.³⁾ Der 12-Monats-EURIBOR liegt seit Februar 2016 im negativen Wertebereich und ist bis Ende September 2019 auf $-0,34\%$ gefallen. Langfristig werden gut 73 % der Veränderungen des Marktzinses an den Zins für Termineinlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Unternehmen weitergegeben.

Bei den Sichteinlagen auf aggregierter Ebene findet sich ein langfristiger Zusammenhang mit einem Marktzins (EONIA) nur für Einlagen nichtfinanzieller Unternehmen.⁴⁾ Dies kann ein Hinweis darauf sein, dass sich die Entwicklung dieses Einlagenzinses für private Haushalte insbesondere in Zeiten negativer Marktzinsen von deren Entwicklung abgekoppelt hat und überwiegend faktisch noch immer eine Nullzinsgrenze für Einlagenzinsen gilt.

³ Bei Termineinlagen für private Haushalte lag der Zins im Durchschnitt seit 2003 rund 37 Basispunkte über dem Niveau des 12-Monats-EURIBOR, bei Termineinlagen für nichtfinanzielle Unternehmen betrug der Abstand nur rd. 3 Basispunkte.

⁴ Dabei lag der Zins für Sichteinlagen nichtfinanzieller Unternehmen im Durchschnitt seit 2003 rd. 15 Basispunkte über dem EONIA. Die langfristige Weitergabe liegt bei rd. 55 %.

zugunsten renditeträchtigerer Finanzinstrumente reduzieren.³⁾

*Kreditgeschäft
deutlich aus-
geweitet*

Auch ihr Kreditgeschäft mit dem heimischen Nichtbankensektor weiteten die deutschen Banken im Berichtsquartal deutlich aus, wenngleich der Anstieg etwas schwächer ausfiel als im Vorquartal. Der Nettozuwachs stammte wie in den Vorquartalen ausschließlich aus dem Kreditgeschäft mit dem inländischen Privatsektor. Diese Ausweitung war nicht nur durch die Buchkreditvergabe, sondern auch durch eine Aufstockung der Wertpapierkredite, insbesondere an finanzielle Unternehmen, bedingt. Der seit Herbst 2015 anhaltende Abbau von Wertpapierkrediten an öffentliche Haushalte kam im Berichtsquartal vorläufig zum Stillstand. Buchkredite an öffentliche Haushalte wurden dagegen weiter abgebaut, wenn auch in relativ geringem Umfang.

Die Ausweitung der Buchkreditvergabe an den Privatsektor wurde in den Sommermonaten pri-

mär von den Ausleihungen an private Haushalte getragen, insbesondere den Wohnungsbaukrediten. Auch die Konsumentenkredite verzeichneten erneut spürbare Zuflüsse, wenngleich sich ihr Wachstum gegenüber dem starken Vorquartal etwas verlangsamte. Nach Einschätzung der im Rahmen des BLS befragten Banken wurde die Nachfrage in beiden Kreditsegmenten – wie bereits in den Vorquartalen – insbesondere durch das niedrige allgemeine Zinsniveau gestützt. So erreichten die Zinsen für Wohnungsbaukredite mit langen Zinsbindungsfristen zum Ende des dritten Quartals mit 1,2 % einen neuen historischen Tiefstand. Hinzu kam, dass die privaten Haushalte die Aussichten auf dem Wohnungsmarkt sowie die Entwicklung der Preise für Wohneigentum weiterhin positiv einschätzten. Im Ergebnis stieg die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte weiter leicht auf 4,2 % zum Quartalsende und

*Anhaltend hohe
Nachfrage nach
Wohnungsbau-
krediten*

³ Vgl. zu den Hintergründen: Deutsche Bundesbank (2019), S. 33 f.

Entwicklung der Kredite und Einlagen der MFIs¹⁾ in Deutschland

Mrd €, Quartalsummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt

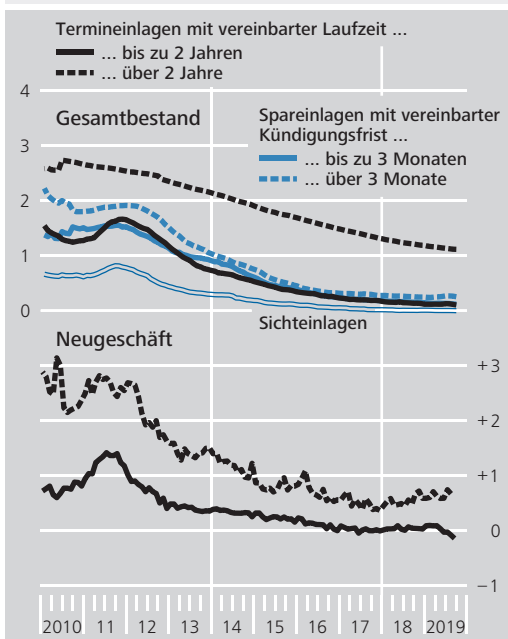
Position	2019	
	2. Vj.	3. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	36,9	40,3
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	-7,7	-0,6
über 2 Jahre	-2,1	-8,1
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	1,1	-1,5
über 3 Monate	1,1	-1,1
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	-1,7	-2,6
Wertpapierkredite	-2,7	0,6
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	40,6	24,4
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	18,5	16,9
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	20,7	3,8
Wertpapierkredite	-0,2	7,1

* 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

Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland¹⁾

% 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

lag damit ½ Prozentpunkt höher als vor einem Jahr.

Die jüngsten Ergebnisse des BLS deuten darauf hin, dass die Vergabepolitik der Banken gegenüber Privatkunden im Berichtsquartal weitgehend unverändert blieb. Hier gaben die befragten Banken an, ihre Kreditstandards unverändert gelassen zu haben. Allerdings verschärfte sie die Bedingungen für Wohnungsbaukredite in der Gesamtbetrachtung zum zweiten Mal in Folge, nachdem sie diese seit Anfang 2017 nahezu kontinuierlich gelockert hatten. Dies betraf in erster Linie die Margen, die erstmals seit 2014 auch für durchschnittlich riskante Kredite wieder ausgeweitet wurden.

Kreditvergabepolitik im Privatkundengeschäft weitgehend unverändert

Die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen nahmen im Berichtsquartal nur leicht zu. Dies lag zum einen daran, dass ein Teil der im Vorquartal kräftig aufgestockten kurzfristigen Ausleihungen in den Sommermonaten wieder abgebaut wurde. Zum anderen verzeichneten aber auch die längerfristigen Ausleihungen, die im ersten Halbjahr noch dynamisch gewachsen waren, in den Sommermonaten wesentlich geringere Zuflüsse. Ein Grund dafür könnte in der Abschwächung der Investitionskonjunktur liegen, die bereits im Vorquartal zu beobachten war und sich im dritten Quartal fortgesetzt haben könnte. Im Ergebnis sank die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an inländische Unternehmen spürbar von 5,7 % Ende Juni auf 4,9 % Ende September.

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen nur leicht ausgeweitet

Gestützt wurde die Nachfrage nach Unternehmenskrediten durch den insbesondere für längere Zinsbindungsfristen anhaltenden Abwärtstrend der Zinsen in diesem Kreditsegment. Dazu passt, dass nach Einschätzung der im Rahmen des BLS befragten Banken das niedrige allgemeine Zinsniveau die Kreditnachfrage im Berichtsquartal noch stärker begünstigte als im Vorquartal. Nachfragedämpfend wirkten dagegen erneut der Rückgang des Mittelbedarfs zur Finanzierung von Lagerhaltung und Betriebsmitteln und der Rückgriff der Unternehmen auf alternative Finanzierungsquellen, deren

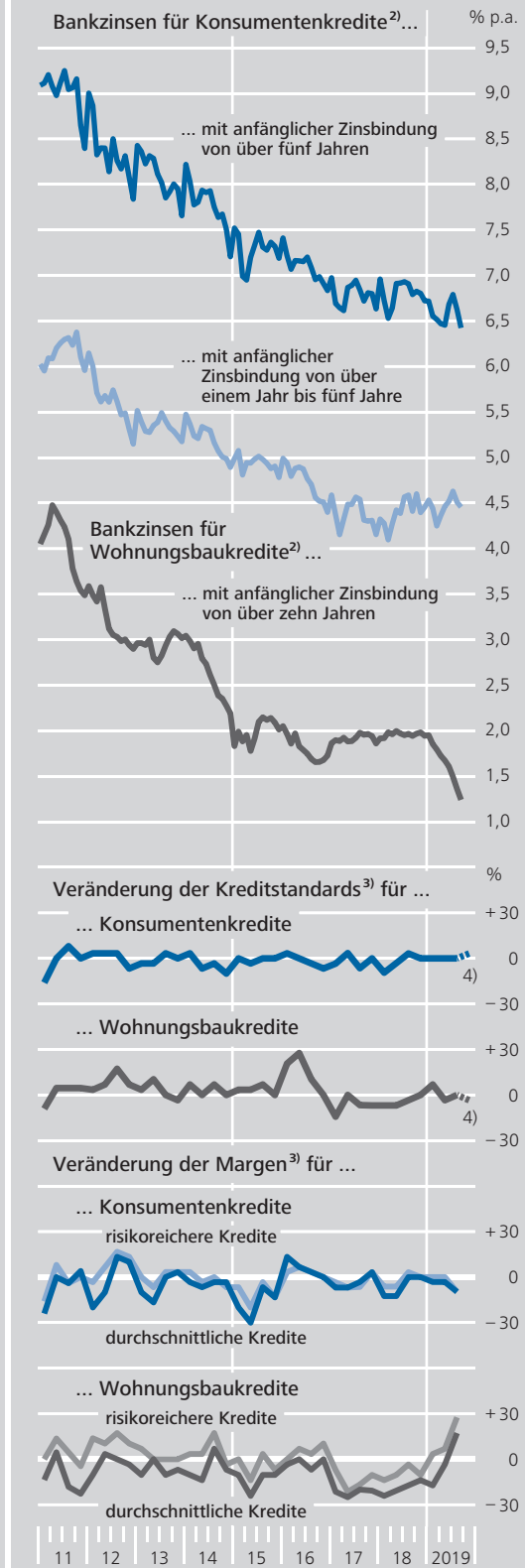
Nachfrage maßgeblich gestützt durch niedrige Zinsen

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



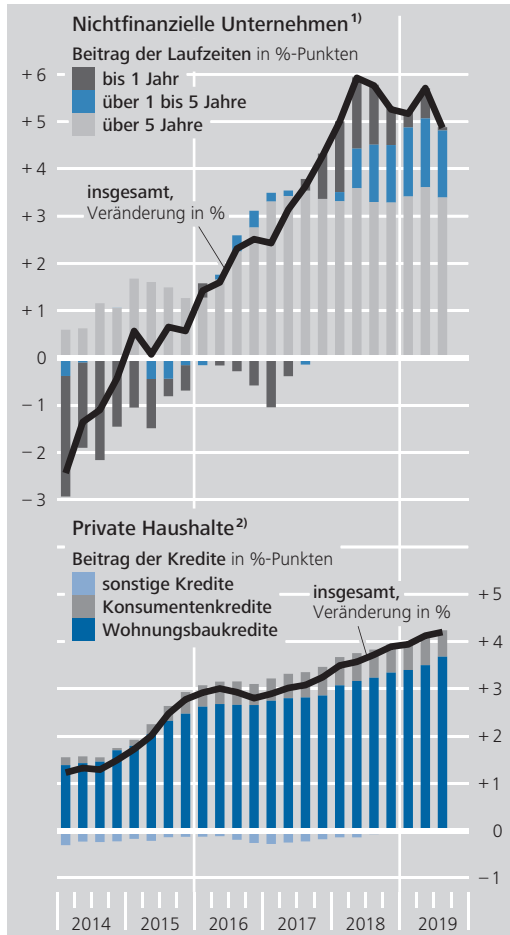
Kredite an private Haushalte¹⁾



1 Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. **2** Neugeschäft. Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. **3** Gemäß Bank Lending Survey; für Kreditstandards: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ in % der gegebenen Antworten, für Margen: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich ausgeweitet“ und „leicht ausgeweitet“ und der Summe der Angaben „etwas verengt“ und „deutlich verengt“ in % der gegebenen Antworten. **4** Erwartungen für das 4. Vj. 2019.

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

Einfluss allerdings schon seit Herbst 2018 erkennbar nachgelassen hat.

*Kreditvergabe-
politik im Unter-
nehmenskredit-
geschäft nahezu
unverändert*

Nach einer von Anfang 2017 bis Ende 2018 anhaltenden Lockerungsphase verschärfen die befragten Banken laut BLS im Berichtsquartal zum dritten Mal in Folge ihre Kreditvergabe-standards für Unternehmenskredite geringfügig. Die Anpassung der Standards begründeten sie insbesondere mit einer negativeren Risikoeinschätzung branchen- und firmenspezifischer Faktoren. Daneben nannten sie auch eine verschlechterte Einschätzung der Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten sowie gestiegene Eigenkapitalkosten. Die Kreditbedin-

gungen in ihrer Gesamtheit änderten sich den befragten Banken zufolge nicht. Gleichwohl wurden die Margen insbesondere bei risiko-reicheren Ausleihungen, aber auch gegenüber durchschnittlich riskanten Bonitäten, weiter ausgeweitet.

Im Rahmen der in der Oktoberumfrage des BLS gestellten zusätzlichen Fragen berichteten die deutschen Banken von einer im Vergleich zum Vorquartal kaum veränderten Refinanzierungssituation. Allerdings verbesserte das erweiterte Ankaufprogramm des Eurosystems laut Angaben der Banken in der isolierten Betrachtung ihre Liquiditätsposition in den vergangenen sechs Monaten leicht. Ihre Finanzierungsbedingungen am Markt verbesserte das Programm in diesem Zeitraum aber nicht. Zudem belastete es die Ertragslage der Banken stärker als in der vorherigen Befragung, obwohl die Nettokäufe zu Jahresbeginn eingestellt worden waren. Nennenswerte Einflüsse des Programms auf die Kreditangebotspolitik und das Kreditvolumen in den vorangegangenen beiden Quartalen gab es, wie schon bei der letzten Befragung, nicht.

*Refinanzierungs-
umfeld deut-
scher Banken
kaum verändert*

Vor dem Hintergrund der im September vom EZB-Rat beschlossenen Wiederaufnahme der Nettokäufe ab November 2019 befürchteten die Kreditinstitute für die kommenden sechs Monate eine stärkere Belastung ihrer Ertragslage. Gleichzeitig dürfte das Programm laut ihren Angaben zu einem Anstieg des Kreditvolumens im Geschäft mit den privaten Haushalten beitragen. Nennenswerte Effekte auf ihre Kreditangebotspolitik erwarten sie dagegen nicht.

*Ertragslage
deutscher Ban-
ken durch APP
und ...*

Der negative Zinssatz der Einlagefazilität trug in den vergangenen sechs Monaten wieder erkennbar zu einem Rückgang der Nettozins-erträge der Banken bei, auch durch seinen dämpfenden Einfluss auf die Kreditzinsen. Gleichzeitig erhöhte der negative Einlagesatz nach Einschätzung der Banken für sich genommen in diesem Zeitraum das Volumen der Unternehmenskredite wie auch der an private Haushalte vergebenen Kredite. Für die kommenden sechs Monate erwarten die Banken

*... negativen
Zins der Einlage-
fazilität belastet*

insgesamt, dass sich der negative Effekt des Einlagesatzes auf die Nettozinserträge verringert. Als Grund hierfür nennen einige Banken erwartete Entlastungen durch das zweistufige System für die Verzinsung der Reserveguthaben. Nennenswerte positive Auswirkungen auf das Kreditvolumen erwarten die Banken nur noch im Unternehmensgeschäft.

■ Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2019), Geldvermögensbildung und Renditesuche in Deutschland, Monatsbericht, Mai 2019, S. 32 ff.

Deutsche Bundesbank (2017), Neuerungen in der MFI-Zinsstatistik, Monatsbericht, Juli 2017, S. 97 ff.

Europäische Zentralbank (2019a), Pressemitteilung vom 12. September 2019, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/806808/b79e860e70cfc2ec83af178ba5140ab5/mL/2019-09-12-zweistufiges-system-verzinsung-download.pdf>.

Europäische Zentralbank (2019b), Pressemitteilung vom 14. März 2019, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/782800/e1999837d598d979d73647992abacfbf/mL/2019-03-14-estr-2-download.pdf>.

Europäische Zentralbank (2019c), Pressemitteilung vom 31. Mai 2019, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/798134/0e65519ea05623e36ddf17c4843dc32a/mL/2019-05-31-zinsaufschlag-download.pdf>.

Europäische Zentralbank (2018), Pressemitteilung vom 13. September 2018, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/759648/cdc88310a84eeb73bff38caaa8b34e14/mL/2018-09-13-ester-download.pdf>.

European Money Market Institute (2019), Pressemitteilung vom 2. Oktober 2019, https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/EONIA%20202102019/EONIA%20publication%20new%20determination%20methodology%20and%20FSMA%20filing_FINAL.pdf.