

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

EZB-Rat beschließt Aufstockung und Verlängerung des PEPP

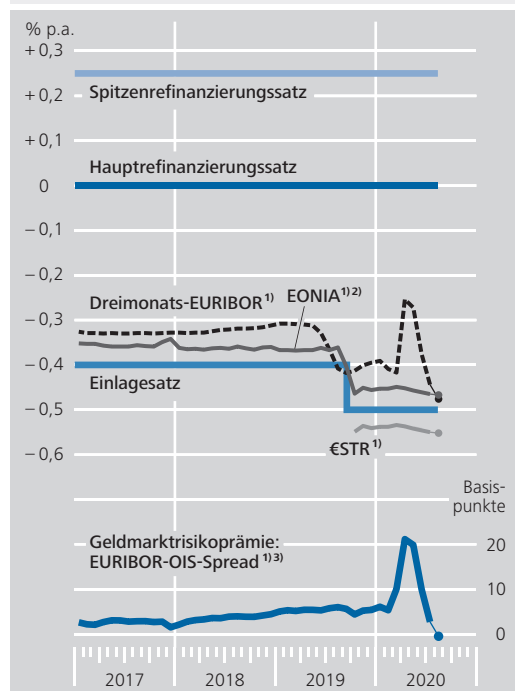
Auf seiner geldpolitischen Sitzung im Juni 2020 beschloss der EZB-Rat eine Ausweitung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP). Zum einen erhöhte er den Gesamtumfang des Programms um 600 Mrd € auf insgesamt 1 350 Mrd €. Dabei werden die Ankäufe weiterhin flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg durchgeführt. Zum anderen beschloss der EZB-Rat, den Zeithorizont für Nettoankäufe im Rahmen des PEPP bis mindestens Ende Juni 2021 zu verlängern. Die Nettoankäufe werden in jedem Fall so lange durchgeführt, bis nach Einschätzung des EZB-Rats die Corona-Krise überstanden ist. Zusätzlich entschied der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wert-

papiere bei Fälligkeit mindestens bis Ende 2022 wieder anzulegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass dies den angemessenen geldpolitischen Kurs nicht beeinträchtigt. Das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme: APP) und die Leitzinsen des Eurosystems beließ der EZB-Rat hingegen unverändert. Der Hauptrefinanzierungssatz beträgt somit weiterhin 0 %, während die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität bei 0,25 % und – 0,5 % liegen.

Die Ausweitung des PEPP begründete der EZB-Rat mit der pandemiebedingten Abwärtskorrektur des für die kommenden Jahre erwarteten Inflationspfades. Bei dieser Einschätzung stützte sich der Rat auf die neuen Projektionen der Experten des Eurosystems für die Wirtschaftstätigkeit und die Inflation. Im Vergleich zum März 2020 wurden diese Projektionen trotz der für die zweite Jahreshälfte erwarteten Erholung erheblich nach unten korrigiert. Zudem kam der EZB-Rat zu der Einschätzung, dass die Risiken in Bezug auf die Basisprojektionen insgesamt nach unten gerichtet seien. Vor diesem Hintergrund soll die Ausweitung des PEPP für eine weitere Lockerung des allgemeinen geldpolitischen Kurses sorgen und so die Finanzierungsbedingungen in der Realwirtschaft, insbesondere für Unternehmen und private Haushalte, unterstützen. Die flexible Durchführung der Käufe ermöglichte es zudem, Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik wirksam abzuwehren.

PEPP-Ausweitung aufgrund von Abwärtskorrektur der Inflationsprojektionen

Geldmarktzinsen im Euroraum



Quellen: EZB und Bloomberg. **1** Monatsdurchschnitte. **2** Ab 1. Oktober 2019 berechnet sich EONIA aus €STR + 8,5 Basispunkte. **3** Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. • = Durchschnitt 1. bis 13. August 2020.

Nach seiner Julisitzung bestätigte der EZB-Rat den sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs. Zwar signalisieren zuletzt verfügbar gewordene Daten, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum seit Mai wieder anzieht. So erholten sich sowohl Kurzfrist- als auch Umfrageindikatoren im Mai und im Juni spürbar. Gleichzeitig

Geldpolitischer Kurs nach Julisitzung bestätigt

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den beiden betrachteten Mindestreserveperioden vom 6. Mai 2020 bis 21. Juli 2020 stieg der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren stark um 310,1 Mrd € auf 1 868,8 Mrd € an (siehe unten stehende Tabelle).¹⁾ Hauptursache waren die kräftig gestiegenen Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem. Sie lagen in der Periode Juni/Juli 2020 bei durchschnittlich 671,2 Mrd € und damit um 296,8 Mrd € beziehungsweise rund 80 % über dem Durchschnitt der Periode März/Mai 2020 (siehe Schaubild auf S. 32). Die darin enthaltenen Einlagen bei der Bundesbank verdoppelten sich auf 205,0 Mrd €. Die Zunahme der Einlagen öffentlicher Haushalte reflektierte die erwarteten höheren Ausgaben der Staaten zur Stützung der Wirtschaft. Zum Anstieg des Liquiditätsbedarfs trug auch eine weiterhin hohe Netto-Banknotennachfrage bei. Im Zuge der Coronavirus-Pandemie erhöhte sich auch der Banknotenumlauf des Eurosystems nochmals stark um 43,8 Mrd € auf 1 365,7 Mrd €, wobei die kumulierte

Netto-Banknotenemission von Deutschland um 13,5 Mrd € auf 789,8 Mrd € zunahm. Eine liquiditätszuführende Wirkung hatte hingegen die erhöhte Summe aus den Netto-Währungsreserven und den sonstigen Faktoren, die aufgrund liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden. Der Anstieg des aggregierten Wertes um 30,5 Mrd € reduzierte den Liquiditätsbedarf entsprechend. Das Mindestreservesoll nahm im Betrachtungszeitraum um 5,5 Mrd € auf 141,2 Mrd € in der Reserveperiode Juni/Juli 2020 zu, was zu einem zusätzlichen Bedarf an Zentralbankliquidität führte. In Deutschland erhöht sich das Reservesoll dabei um 1,7 Mrd € auf 38,8 Mrd €.

Im Betrachtungszeitraum stieg das ausstehende Tendervolumen beträchtlich an (siehe

¹ Durchschnitt der vierten Mindestreserveperiode 2020 (Juni/Juli 2020) im Vergleich zum Durchschnitt der zweiten Reserveperiode 2020 (März/Mai 2020), über die im Monatsbericht Mai 2020 berichtet wurde.

Liquiditätsbestimmende Faktoren ^{*)}

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

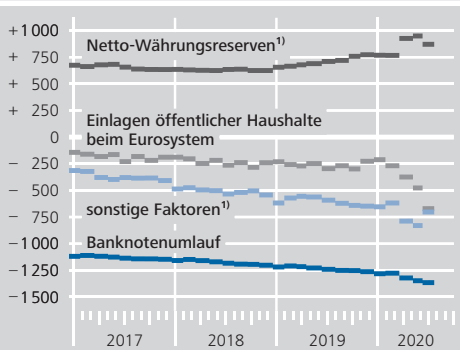
Position	2020	
	6. Mai bis 9. Juni 2020	10. Juni bis 21. Juli 2020
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 26,0	- 17,8
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 102,7	- 194,1
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	+ 24,1	- 79,1
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 41,9	+ 127,4
Insgesamt	- 146,5	- 163,6
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 0,3	+ 0,5
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 118,5	+ 417,3
c) Sonstige Geschäfte	+ 202,7	+ 181,3
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 28,1	- 56,1
Insgesamt	+ 292,8	+ 543,0
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 146,3	+ 379,4
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 3,7	- 1,8

* Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts.
¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

Autonome Faktoren im Eurosystem¹⁾

Mrd €, Mittelwerte in der jeweiligen Reserveperiode



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

Deutsche Bundesbank

Ankaufprogramme des Eurosystems

Mrd €

Programm	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 7. August 2020
Aktive Programme¹⁾		
PSPP	+ 65,4	2 263,7
CBPP3	+ 6,9	284,7
CSPP	+ 16,2	225,9
ABSPP	- 0,7	30,1
PEPP	+ 280,0	453,9
Beendete Programme		
SMP	- 4,0	34,6
CBPP1	- 0,3	0,5
CBPP2	- 0,0	2,9

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

Deutsche Bundesbank

Schaubild auf S. 34). Der Durchschnitt der Periode Juni/Juli 2020 lag mit 1 402 Mrd € um 536 Mrd € über dem Durchschnitt der Periode März/Mai 2020. Zurückzuführen war dieser Anstieg insbesondere auf das vierte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft der dritten Serie (GLRG III), welches am 24. Juni valutierte und aufgrund der attraktiven Konditionen eine sehr starke Nachfrage von 1 308 Mrd € erfuhr. Die hohe Anzahl von 742 Bietern unterstrich das breite Interesse an den Geschäften. Bereits vor der Abwicklung des vierten GLRG III war ein Anstieg des ausstehenden Tendervolumens zu beobachten. Diese Zunahme ging auf eine sukzessive Nachfrage bei den zusätzlichen längerfristigen Refinanzie-

rungsgeschäften (zusätzliche LRG) zurück, die zur Überbrückung bis zum vierten GLRG III genutzt wurden. Das ausstehende Tendervolumen dieser Geschäfte erhöhte sich bis zur Fälligkeit auf 389 Mrd €, ein Anstieg von 77 Mrd € gegenüber dem Ende der Periode März/Mai 2020. In den ersten beiden längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäften (PELTRO) wurden insgesamt 16,5 Mrd € nachgefragt. Davon valutierte mit 15,6 Mrd € der Großteil ebenfalls am 24. Juni. Reduziert wurde der Netto-Liquiditätseffekt an diesem Tag zum einen durch die Fälligkeiten der zusätzlichen LRG in Höhe von 389 Mrd € und des ersten Geschäfts der GLRG II in Höhe von 157 Mrd €. Zum anderem kam es zu vorzeitigen, freiwilligen Rückzahlungen in den restlichen GLRG II im Umfang von 214 Mrd €. Im Ergebnis war am 24. Juni eine Netto-Liquiditätszufuhr von 564 Mrd € zu verzeichnen. Auch in Deutschland wuchs im Betrachtungszeitraum das ausstehende Volumen der längerfristigen Geschäfte insgesamt beträchtlich an und war mit 235 Mrd € mehr als doppelt so hoch wie in der Vergleichsperiode. Die Nachfrage in den regulären Tenderoperationen, das heißt Haupttender und Dreimonats-tender, blieb im Betrachtungszeitraum hingegen äußerst gering.

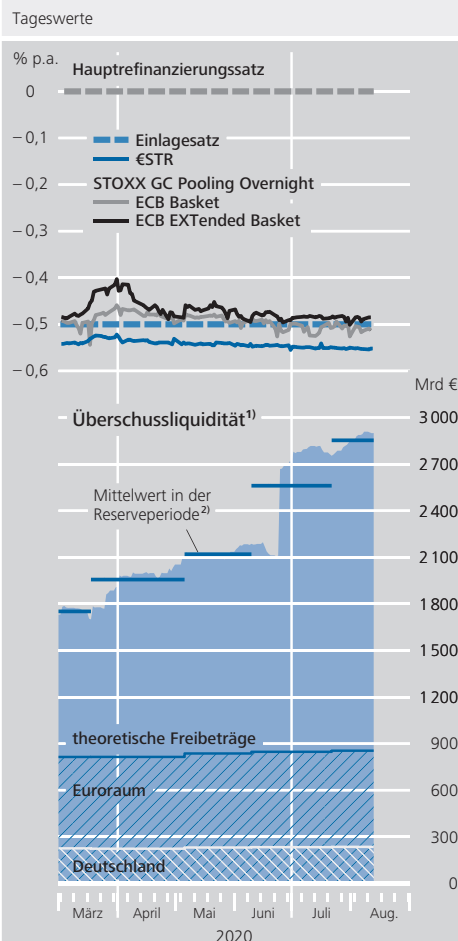
Zusätzliche Liquidität wurde neben dem deutlichen Anstieg des ausstehenden Tendervolumens in geringerem, aber weiterhin hohem Umfang auch über die Wertpapierankaufprogramme des Eurosystems zur Verfügung gestellt. Ihr Bestand lag in der Periode Juni/Juli 2020 mit durchschnittlich 3 168 Mrd € rund 384 Mrd € über dem Durchschnitt der Vergleichsperiode März/Mai 2020. Sowohl das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) als auch das Asset Purchase Programme (APP) trugen zu dieser Entwicklung bei (siehe nebenstehende Tabelle).

Per saldo nahm im Betrachtungszeitraum die Überschussliquidität deutlich zu. Bereits in der Periode Mai/Juni 2020 lag sie um 171 Mrd € höher als noch in der Periode März/Mai 2020. Einen sprunghaften Anstieg um weitere 434 Mrd € verzeichnete die Überschussliquidität in

der darauffolgenden Periode Juni/Juli und erreichte durchschnittlich 2 561 Mrd €. Der beschriebene Anstieg der autonomen Faktoren bremste allerdings die Zunahme der Überschussliquidität. Von den Banken des Eurosystems wurden im Rahmen des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Überschussreserven in der Periode Juni/Juli 2020 die Freibeträge zu 98,4% in Anspruch genommen, was einer leichten Steigerung gegenüber der Vergleichsperiode März/Mai 2020 entspricht. In Deutschland lag die Ausnutzung zwar weiter unter dem Eurosystem-Durchschnitt, erhöhte sich jedoch ebenfalls leicht auf 97,8%. Überdies vergrößerten sich im Betrachtungszeitraum die absoluten Freibeträge durch das gestiegene Mindestreservesoll. Angesichts der deutlich stärker angestiegenen Überschussliquidität nahmen die zu – 0,50 % verzinsten Überschussreserven allerdings nochmals zu (siehe nebenstehendes Schaubild). Dadurch waren im Durchschnitt in der Periode Juni/Juli 2020 rund 33 % der Überschussliquidität im Eurosystem von der Negativverzinsung ausgenommen, gegenüber rund 41 % in der Periode März/Mai 2020.

Im Geldmarkt sanken die Zinssätze während des Betrachtungszeitraums vor dem Hintergrund der deutlich zugenommenen Überschussliquidität (siehe nebenstehendes Schaubild). Im besicherten Markt bei GC Pooling gingen die Zinssätze im Overnight-Bereich sowohl im ECB Basket als auch ECB EXTended Basket mit dem erweiterten Sicherheitenkreis jeweils um 3 Basispunkte auf – 0,51% beziehungsweise – 0,49% zurück. Auch die Umsätze auf der Plattform GC Pooling gingen zurück: So ergaben sich für die besicherten Geschäfte mit Laufzeit von einem Tag (ON, TN, SN; Deferred Funding Rate) in der Reserveperiode Juni/Juli 2020 durchschnittliche Umsätze von 10,7 Mrd €, während es vor Zuteilung des vierten GLRG III in der Periode Mai/Juni 2020 noch durchschnittlich 14,5 Mrd € waren. Im Vergleich dazu waren die Auswirkungen auf den unbesicherten Overnight-Satz €STR begrenzt, was unter anderem darauf zurückzuführen sein dürfte, dass €STR überwiegend Transaktionen mit Nichtbanken enthält. €STR sank

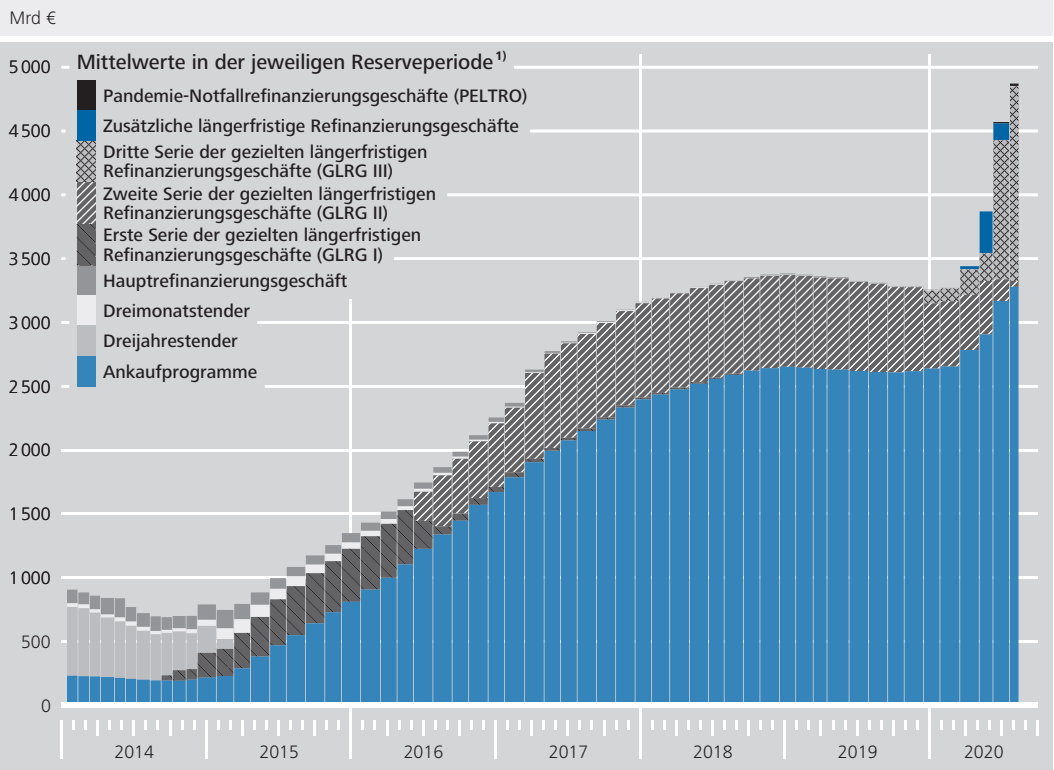
Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität



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

in den beiden Reserveperioden um 1 Basispunkt auf – 0,55%. Auch blieben die €STR-Umsätze weitgehend stabil beziehungsweise stiegen nach der Gutschrift des vierten GLRG III um durchschnittlich rund 1 Mrd € auf 42 Mrd € an. Bei den längeren Laufzeiten von drei und sechs Monaten im besicherten Markt (GC Pooling) blieben die Umsätze auf niedrigem Niveau beziehungsweise nahmen insgesamt ab; hier dürfte sich die hohe Verfügbarkeit von längerfristiger Zentralbankliquidität im Betrachtungszeitraum noch mehr ausgewirkt haben als in den ganz kurzen Fristen.

Ausstehende Liquidität nach Offenmarktoperationen im Euroraum



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. 1 Die Breite der Säulen entspricht der Länge der Reserveperioden. Die letzte dargestellte Periode ist noch nicht beendet.
 Deutsche Bundesbank

belasten die tatsächlichen und die erwarteten Arbeitsplatz- und Einkommensverluste sowie die außergewöhnlich hohe Unsicherheit nach Einschätzung des EZB-Rats aber nach wie vor die Konsumausgaben und die Unternehmensinvestitionen. Mit Blick auf die Inflation wird die Gesamtrate derzeit durch niedrigere Energiepreise gedämpft. Der Preisdruck dürfte aufgrund des starken Wachstumsrückgangs und der damit zusammenhängenden deutlichen Zunahme der wirtschaftlichen Unterauslastung sehr verhalten bleiben. Vor diesem Hintergrund sind aus Sicht des EZB-Rats weiterhin umfangreiche geldpolitische Impulse erforderlich, um die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen und die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten.

Am 25. Juni 2020 beschloss der EZB-Rat eine neue Repo-Fazilität für nicht zum Euro-Währungsgebiet gehörende Zentralbanken (Eurosysteem Repo Facility for Central Banks: EUREP). EUREP wird als vorsorgliche Absicherung (Back-

stop) eingeführt. Konkret soll die Fazilität einem möglichen Bedarf an Euro-Liquidität Rechnung tragen können, falls es aufgrund des Covid-19-Schocks zu Marktstörungen kommen sollte und diese möglicherweise die reibungslose Transmission der Geldpolitik im Euroraum beeinträchtigen. Im Rahmen von EUREP wird das Eurosysteem einem weit gefassten Kreis von nicht zum Euroraum gehörenden Zentralbanken Euro-Liquidität zur Verfügung stellen. Diese müssen im Gegenzug ausreichende Sicherheiten in Form von auf Euro lautenden marktfähigen Schuldtiteln stellen, die von im Euroraum befindlichen Zentralstaaten und supranationalen Institutionen begeben wurden. EUREP ergänzt die bilateralen Swap- und Repo-Linien der EZB und wird bis Ende Juni 2021 verfügbar sein.

Die bilanziell ausgewiesenen Bestände des APP stiegen im Berichtszeitraum um 88,7 Mrd €. Insgesamt hielt das Eurosysteem am 7. August 2020 dem APP zugehörige Aktiva in Höhe von 2 804,3 Mrd € (für eine Aufgliederung der Be-

Neue Repo-Fazilität zur Bereitstellung von Euro-Liquidität für Zentralbanken außerhalb des Euroraums

Bilanziell ausgewiesene Wertpapierbestände durch APP und PEPP mit weiterem Anstieg

stände in die einzelnen Teilprogramme siehe die Erläuterungen auf S. 31 ff.). Die Bestände werden weiterhin durch die zeitliche Glättung der Reinvestitionen im Rahmen der im Dezember 2018 beschlossenen technischen Parameter und durch die Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten¹⁾ beeinflusst. Die im Rahmen des PEPP ausgewiesenen Wertpapierbestände sind um 301 Mrd € angestiegen und lagen am 7. August 2020 bei 453,9 Mrd €.

Volumen der Überschussliquidität lag zuletzt bei einem neuen Höchststand von 2 908 Mrd €, was einem Anstieg um rund 786 Mrd € entspricht. Die dem Anstieg der Überschussliquidität entgegenwirkenden liquiditätsabsorbierenden Faktoren sind ebenfalls weiter angestiegen (siehe die Erläuterungen auf S. 31 ff.).

*Kurzfristige
Geldmarktsätze
gesunken*

Die kurzfristigen Geldmarktsätze waren in den letzten Wochen insgesamt rückläufig. Der unbesicherte Tagesgeldsatz Euro OverNight Index Average (EONIA), der über einen festen Zinsabstand aus der Euro Short-Term Rate (€STR) abgeleitet wird, zeigte einen leicht rückläufigen Trend und notierte zuletzt bei – 0,47 %. Ursächlich dafür dürfte der fortgesetzte starke Anstieg der Überschussliquidität gewesen sein, wodurch auch der mit dem negativen Einlagesatz verzinste Teilbetrag der Überschussliquidität stark zunahm. Die Einführung des zweistufigen Systems (Two-Tier System: TTS) Ende Oktober 2019 hatte die zum negativen Einlagesatz verzinste überschüssigen Reserven der Banken verringert und zum damaligen Zeitpunkt zu einem leichten Anstieg von €STR und EONIA geführt. Deutlich stärker sank der Dreimonats-EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate: EURIBOR), von – 0,25 % Mitte Mai auf – 0,46 % am aktuellen Rand. Damit kehrte sich der vorherige starke Anstieg des Dreimonats-EURIBOR im März und April mehr als um, sodass EURIBOR derzeit fast auf gleichem Niveau wie EONIA notiert. Die merkliche Annäherung des Dreimonats-EURIBOR an EONIA dürfte aber im Gegensatz zu früheren Gelegenheiten nicht auf zunehmende Zinssenkungserwartungen für die nächsten drei Monate zurückzuführen sein, da die Geldmarktterminalsätze dies nicht signalisieren. Stattdessen dürften angesichts der umfangreichen Liquiditätsbereitstellung die Bedeutung der Faktoren, die zum Anstieg des Dreimonats-EURIBOR beigetragen hatten, deutlich abgenommen haben. Zu diesen Faktoren gehörten bei Ausbruch der Corona-Krise unter an-

*Rekordnachfrage
beim vierten
GLRG III*

Am 24. Juni 2020 wurde das vierte Geschäft der GLRG III abgewickelt, in dem die Banken insgesamt 1 308,4 Mrd € nachfragten. Dies ist die bis dato höchste Zuteilung in einem einzelnen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems. Der nach zweimaliger Anpassung äußerst günstige Zinssatz von bis zu – 1% im Zeitraum von Juni 2020 bis Juni 2021, der unterhalb des Einlagesatzes des Eurosystems liegt, dürfte ein wesentlicher Grund für die hohe Nachfrage gewesen sein. Gleichzeitig zahlten die geldpolitischen Geschäftspartner Mittel im Umfang von 214 Mrd € aus der zweiten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) freiwillig zurück. Das erste Geschäft der GLRG II erreichte darüber hinaus seine Endfälligkeit, sodass weitere 158 Mrd € zurückgezahlt wurden. Zudem liefen die zusätzlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte aus, die der EZB-Rat im März zur Überbrückung bis zum vierten GLRG III beschlossen hatte. In diesen Geschäften wurden 388,8 Mrd € fällig. Zusammengekommen steht in den GLRG II und GLRG III derzeit ein Volumen von rund 1 570 Mrd € aus.

*PELTRO weiter-
hin mit geringer
Nachfrage*

Im zweiten und dritten Geschäft der Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations: PELTROs), welche am 24. Juni 2020 und am 6. August 2020 abgewickelt wurden, blieb die Nachfrage mit 15,6 Mrd € und 5,7 Mrd € vergleichsweise gering.

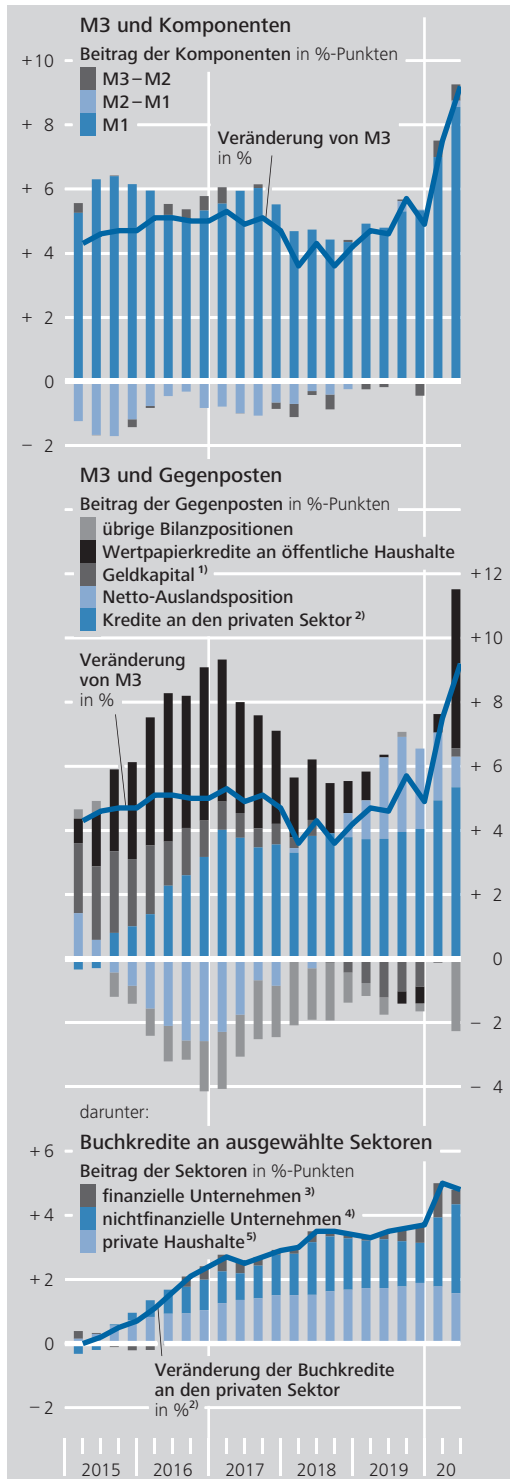
*Überschuss-
liquidität bei
neuen Höchst-
ständen*

Die Überschussliquidität stieg insbesondere aufgrund der Zuteilung des vierten GLRG und der fortgesetzten Wertpapierankäufe noch stärker an als im vorherigen Berichtszeitraum. Das

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

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

Deutsche Bundesbank

derem eine erhöhte Präferenz der Marktteilnehmer für sehr kurze Laufzeiten und Zinsanstiege in benachbarten Marktsegmenten, die in die Berechnung von EURIBOR einfließen können.

Die Geldmarkterminalsätze stiegen im Juni zeitweise deutlich an, notierten zuletzt aber nur noch etwas höher als Mitte Mai. Der Tiefpunkt der Kurve hat sich weiter in die Zukunft verschoben und liegt derzeit bei -0,54% im zweiten Quartal 2022. Eine Senkung des Einlagesatzes um 10 Basispunkte ab Mitte 2021 ist damit in den Forward-Sätzen zwar nicht vollständig, aber mit zunehmender Wahrscheinlichkeit eingepreist. Allerdings könnten auch Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige Entwicklung der Liquiditätsbedingungen eine Rolle für die Lage der Geldmarkterminalsätze spielen. In den jüngsten Umfragen vor der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juli wurde von den Umfrageteilnehmern im Median ebenso wie im Juni keine Absenkung des Einlagesatzes erwartet.

*Geldmarkterminalsätze
 preisen weiterhin mögliche
 Zinssenkung ein*

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Die monetäre Entwicklung im zweiten Quartal 2020 war stark durch die Coronavirus-Pandemie und die Maßnahmen zu ihrer Eindämmung geprägt. So wuchsen insbesondere die täglich fälligen Einlagen stark. Dadurch setzte sich die schon im Vorquartal zu beobachtende kräftige Ausweitung des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 fort: Bis Ende Juni stieg die Jahreswachstumsrate von M3 auf 9,2% und lag damit so hoch wie zuletzt im Sommer 2008.

*Monetäre Entwicklung durch
 Coronavirus-Pandemie
 geprägt: starker
 Anstieg der täglich fälligen
 Einlagen und ...*

Aufseiten der Gegenposten wurde das Geldmengenwachstum im zweiten Quartal fast ausschließlich von Krediten an Inländer getrieben. Den größten Beitrag leisteten die Kredite an den Privatsektor, gefolgt von den Wertpapierkrediten an den Staat. Auch die Anstiege dieser beiden Positionen waren eng mit den Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie verknüpft: Der starke Zuwachs bei der Kreditvergabe an

*... kräftige Ausweitung der
 Kredite, insbesondere an
 nichtfinanzielle Unternehmen
 und den Staat*

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors im Euroraum ^{*)}					
Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt					
Aktiva	2020 1. Vj.	2020 2. Vj.	Passiva	2020 1. Vj.	2020 2. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	232,9	195,3	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	63,2	262,9
Buchkredite	249,9	101,8	Geldmenge M3	473,6	404,7
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	242,2	111,1	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	- 16,9	93,6	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	388,3	362,2
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	133,8	506,1	Übrige kurzfristige Einlagen (M2-M1)	3,7	41,2
Buchkredite	21,8	- 2,0	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	81,6	1,4
Wertpapierkredite	112,0	508,1	Geldkapital	- 47,6	- 3,8
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	72,5	- 44,0	davon:		
andere Gegenposten von M3	49,9	6,4	Kapital und Rücklagen	9,2	16,0
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 56,7	- 19,7

* 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

den Privatsektor war überwiegend auf Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen zurückzuführen. Maßgeblich dürften hier die verschiedenen staatlichen Hilfsprogramme und Sofortmaßnahmen der Regierungen zur Stützung des Unternehmenssektors in der Krise gewesen sein. Viele Unternehmen nutzten diese Kredite, um fehlende Einnahmen zu überbrücken und künftigen Liquiditätsengpässen vorzubeugen. Dagegen schwächte sich die bis Anfang 2020 stabil aufwärtsgerichtete Buchkreditvergabe an private Haushalte deutlich ab, insbesondere in den Ländern, die von der Pandemie besonders betroffen waren. Das deutlich ausgeweitete Gesamtvolumen der Anleiheankaufprogramme führte zu höheren Käufen von Staatsanleihen durch das Eurosystem. Zusätzlich erhöhten auch die übrigen Monetären Finanzinstitute (MFIs) ihre Bestände an Staatsanleihen im zweiten Quartal per saldo kräftig, was an den umfangreichen Emissionen von Staatspapieren lag, für die heimische Banken natürliche Erstabnehmer sind. Die Zentralstaaten hielten einen Teil der von ihnen aufgenommenen Kredite für zukünftige Ausgaben zur Bekämpfung der Corona-Krise in Form von Einlagen beim MFI-Sektor, was per se das Geldmengenwachstum dämpfte.

Wesentlicher Bestimmungsfaktor unter den Komponenten der Geldmenge waren die täg-

lich fälligen Einlagen. Die Quartalssumme der Zuflüsse überstieg erneut deutlich jedes andere Quartal vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie, blieb aber leicht unterhalb des Wertes des Vorquartals. Die anhaltend große Unsicherheit über die Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie dürfte die Präferenz für liquide Mittel und die Scheu, sich längerfristig zu binden, hoch gehalten haben. Besonders stark erhöhten auch in diesem Quartal nichtfinanzielle Unternehmen ihre Bestände, gefolgt von privaten Haushalten. Die weiterhin hohe Nachfrage nach Bargeld war ebenfalls typisch für eine Krisensituation. In monatlicher Betrachtung nahmen die Nettozuflüsse zu den täglich fälligen Einlagen und zum Bargeld bis Juni im Vergleich zum März aber fast kontinuierlich ab, was auf eine gewisse – wenn auch sehr langsame – Normalisierung hindeuten könnte.

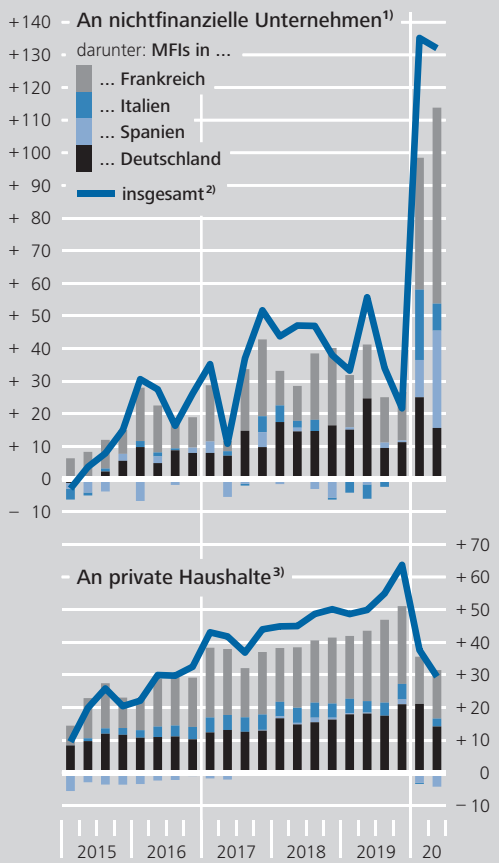
Aufseiten der Gegenposten wurde das Geldmengenwachstum von der Ausweitung der inländischen Kreditvergabe dominiert. Gut 5 Prozentpunkte trugen die Kredite an den Privatsektor zur Jahresrate von M3 bei. Etwas geringer war der Beitrag der Kredite an öffentliche Haushalte, der sich ausschließlich auf Nettokäufe von Staatsanleihen stützte. Diesem stand ein kräftiger Anstieg der Einlagen der Zentralstaaten des Euroraums beim MFI-Sektor gegenüber, die als Liquiditätsreserve für zukünftige Aus-

Täglich fällige Einlagen erneut mit kräftigen Zuflüssen

Inländische Kreditvergabe dominierte Gegenposten

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

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

gaben zur Bekämpfung der Corona-Krise dienen und per se das Geldmengenwachstum dämpften. Das Eurosystem leistete einen großen Teil der Staatsanleihekäufe, doch stockten auch die übrigen MFIs ihre Bestände an zumeist heimischen Staatsanleihen per saldo auf. Die Ausleihungen an den Privatsektor wurden insbesondere von den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen getragen, während Buchkredite an nichtmonetäre finanzielle Unternehmen nach kräftigem Zuwachs im Vorquartal zuletzt netto wieder getilgt wurden. Überdies verzeichneten die Wertpapierkredite an den Unternehmenssektor im zweiten Quartal infolge

der Nettokäufe des Eurosystems deutliche Zuflüsse.

Im Frühjahrsquartal wurde der Anstieg der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen nach wie vor durch die krisenbedingt hohe Kreditnachfrage getrieben und erreichte insgesamt erneut das Niveau des Vorquartals. Dabei nahmen die monatlichen Zuflüsse im Verlauf des Berichtsquartals wieder ab, nachdem die Buchkredite im März krisenbedingt außerordentlich stark zugelegt hatten. Kurzfristige Buchkredite mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr, die zu Beginn der Coronavirus-Pandemie einen großen Beitrag zum Kreditwachstum geleistet hatten, wurden netto getilgt; längerfristige Buchkredite legten im Gegenzug, unterstützt durch staatliche Fördermaßnahmen, umso stärker zu.

Hoher Zuwachs bei Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen gestützt durch staatliche Fördermaßnahmen

Dabei entwickelte sich die Kreditvergabe in den großen Mitgliedsländern unterschiedlich: Während der Zufluss in Deutschland dem Durchschnitt der beiden Vorjahre entsprach, lagen die Zuflüsse in Frankreich, Spanien und Italien deutlich über den entsprechenden Vergleichswerten. Zu der unterschiedlichen Entwicklung trug vor allem bei, dass sich in Deutschland die wirtschaftliche Entwicklung günstiger zeigte und somit der Liquiditätsbedarf der Unternehmen vergleichsweise geringer war als in anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets. Dies zeigt sich auch daran, dass zur Verfügung gestellte Kreditlinien von den deutschen Unternehmen bislang nur teilweise in Anspruch genommen wurden. Hinzu kommt, dass die staatlich geförderten Hilfskredite in manchen Ländern des Euroraums relativ günstig angeboten wurden. So sank zum Beispiel der aggregierte Zinssatz für Unternehmenskredite in Frankreich im Verlauf des Berichtsquartals um rund ½ Prozentpunkt. In Deutschland stieg der entsprechende Zins hingegen leicht, insbesondere in den von den Hilfskrediten gestützten längeren Laufzeitbereichen.

Auch aus Sicht der in der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) befragten Bankmanager waren hauptsächlich nachfrage-

Angaben aus dem BLS belegen hohe Nachfrage

seitige Einflüsse für das hohe Kreditwachstum verantwortlich. Der Nettoanteil der Banken, die im zweiten Vierteljahr 2020 einen Anstieg der Nachfrage nach Unternehmenskrediten verzeichneten, lag in der aktuellen Fragerunde noch höher als im Vorquartal. Dabei nahm die Nachfrage vonseiten kleiner und mittlerer Unternehmen, gestützt durch die attraktiven Konditionen staatlicher Förderprogramme, stärker zu als die von großen Unternehmen. Den gestiegenen Mittelbedarf führten die Banken als Folge der Corona-Krise in erster Linie auf den hohen Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel sowie für Umfinanzierungen, Umschuldungen und Neuverhandlungen zurück. Rückläufiger Mittelbedarf für Anlageinvestitionen sowie für Fusionen, Übernahmen und Umstrukturierungen dämpfte hingegen die Nachfrage. Die im Rahmen des BLS befragten Banken im Euroraum änderten ihre Kreditangebotspolitik im zweiten Quartal 2020 per saldo kaum.

Buchkredite an private Haushalte weiter schwach

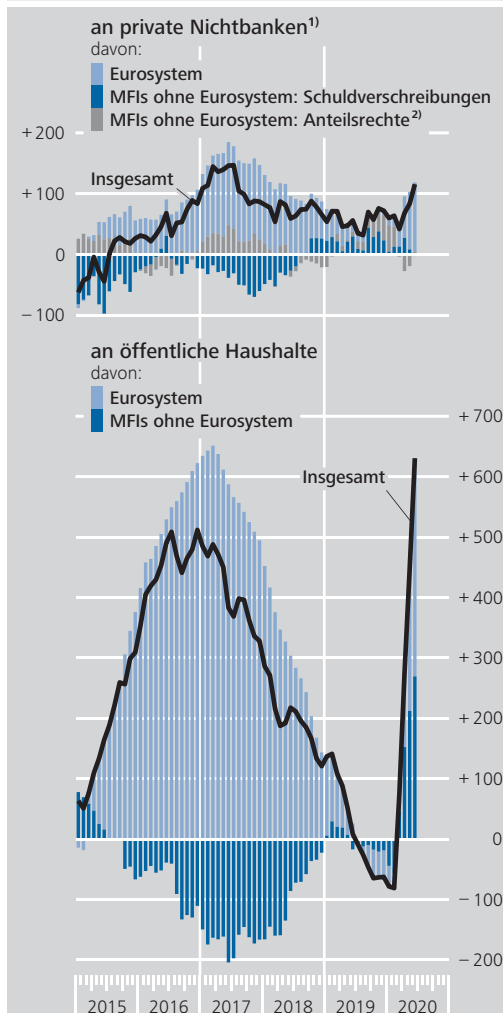
Bei den Buchkrediten an private Haushalte im Euroraum setzte sich die im Vorquartal unter dem Einfluss der Coronavirus-Pandemie zu beobachtende deutliche Abschwächung fort. Die Jahreswachstumsrate sank weiter auf 3,0 % zum Quartalsende. Insbesondere verzeichneten die Konsumentenkredite erneut kräftige Nettoabflüsse, obgleich diese sich im Quartalsverlauf etwas verringerten. Bei den Wohnungsbaukrediten waren die Nettozuflüsse vor allem im April krisenbedingt weiterhin schwach, erholten sich jedoch ebenfalls im Zeitverlauf, sodass der Quartalszuwachs insgesamt nahezu das durchschnittliche Niveau der beiden Vorjahre erreichte. Sonstige Kredite, zu denen vor allem Kredite an Selbständige zählen, stiegen hingegen insbesondere durch hohe Beiträge aus Italien und Spanien vergleichsweise kräftig an.

Laut BLS sowohl nachfrage- als auch angebotsseitige Ursachen für Rückgang bei Krediten an private Haushalte

Bei den Angaben der im BLS befragten Bankmanager zeigt sich, dass die durch die Corona-Krise bedingten negativen Einschätzungen im Privatkundengeschäft im Vergleich zum Vorquartal weiter an Breite gewonnen haben. Dies betraf sowohl die Nachfrage- als auch die An-

Wertpapierkredite im Euroraum

Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Eurosystem: nur Schuldverschreibungen; sonstige MFIs: Schuldverschreibungen und Anteilsrechte. **2** Aktien und sonstige Dividendenwerte.
 Deutsche Bundesbank

gebotsseite der Kreditvergabe: Der Nettoanteil der interviewten Banken im Euroraum, die im zweiten Quartal eine rückläufige Kreditnachfrage der privaten Haushalte berichteten, stieg auf den höchsten Wert seit der Finanzkrise; gleichzeitig erhöhte sich der Nettoanteil der befragten Institute erheblich, der verschärfte Kreditrichtlinien im Privatkundengeschäft meldete. Gründe für die Verschärfung waren nach Angabe der Banken ungünstiger eingeschätzte Kreditrisiken sowie eine geringere Risikotoleranz. Als Ursache für den Nachfragerückgang wurde von den befragten Banken in erster Linie ein erheblicher Verlust des Verbrauchervertrauens genannt. Im Bereich der Konsumenten- und

sonstigen Kredite wurde ein kräftiger Rückgang des Mittelbedarfs zur Finanzierung langlebiger Konsumgüter als weiterer wesentlicher Grund angeführt. Hinsichtlich der Wohnungsbaukredite trugen die negativen Aussichten auf dem Wohnimmobilienmarkt und die voraussichtliche Entwicklung der Immobilienpreise nach Einschätzung der Banken deutlich zu dem Rückgang der Nachfrage bei. Für das dritte Quartal erwarten die Banken per saldo eine wieder anziehende Nachfrage nach privaten Baukrediten bei gleichzeitig weiter verschärften Standards.

Rekordzuflüsse bei Wertpapierkrediten durch Eurosystem und Geschäftsbanken

Die Nettozuflüsse bei Wertpapierkrediten waren im zweiten Quartal so hoch wie nie zuvor seit Beginn der Währungsunion. Getrieben wurde die Entwicklung fast ausschließlich durch Nettokäufe von Papieren staatlicher Emittenten. Dabei spiegelten diese Nettokäufe von Staatsanleihen überwiegend die Aktivitäten des Eurosystems im Rahmen der – krisenbedingt nochmals ausgeweiteten – Anleiheankaufprogramme (APP und PEPP) wider. Doch auch die Geschäftsbanken verzeichneten einen kräftigen Nettoaufbau ihrer Bestände an Staatsanleihen. Sie erhöhten vor allem im April und im Mai insbesondere die Bestände an Staatsanleihen aus ihrem eigenen Land. Hintergrund dürfte die verstärkte Neuemission von Staatspapieren im Rahmen der fiskalischen Pandemiemaßnahmen gewesen sein. Im Juni fielen die Nettokäufe der Geschäftsbanken auf das übliche Maß zurück und waren auch wieder breiter über den gesamten Euroraum gestreut. Anleihen privater Emittenten wurden im zweiten Quartal ebenfalls nachgefragt, wenngleich in deutlich geringerem Umfang und mehrheitlich nur vom Eurosystem im Rahmen der Ankaufprogramme. Aktien und Investmentfondsanteile hingegen erwarben die Banken vor dem Hintergrund der zu Beginn des zweiten Quartals noch verhaltenen Aktienkurse und der hohen Unsicherheit über die künftige Kursentwicklung per saldo erst wieder mit Einsetzen der Lockerung der Kontaktbeschränkungen, mit dem sich die Hoffnung auf eine baldige Normalisierung verstärkte.

Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors dämpfte im Berichtsquartal das Geldmengenwachstum per saldo leicht. Maßgeblich hierfür waren gemäß den bisher nur für April und Mai vorliegenden, nicht saisonbereinigten Daten der Zahlungsbilanz insbesondere deutlich geringere Leistungsbilanzüberschüsse des Euroraums infolge der krisenbedingt schwachen weltwirtschaftlichen Entwicklung. Da sich die Kapitalströme bei wieder steigenden Umsätzen leicht erholten, erwarben – in einer Gegenbewegung zum Vorquartal – per saldo sowohl inländische Nicht-MFIs als auch Gebietsfremde Wertpapiere des jeweils anderen Wirtschaftsraumes. Dabei überwogen jedoch die Netto-Kapitalexporte des Euroraums. Inländische Nicht-MFIs erwarben sowohl langfristige Anleihen als auch Aktien und Investmentfondsanteile ausländischer Emittenten. Gebietsfremde verkauften angesichts erhöhter Risikoprämien per saldo langfristige Schuldverschreibungen des inländischen privaten Nicht-MFI-Sektors, erwarben jedoch vor allem kurzfristige Staatsschuldtitle, aber auch Aktien und Investmentfondsanteile.

Leicht dämpfender Impuls auf M3 aus dem grenzüberschreitenden Waren- und Kapitalverkehr

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Das Einlagengeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden war auch im zweiten Quartal 2020 durch einen kräftigen Aufbau von Sicht- und Tagesgeldeinlagen geprägt. Gleichzeitig bauten die Bankkunden jedoch verstärkt Termineinlagen ab, sodass sich das Wachstum des Einlagengeschäfts im Vergleich zum außerordentlich starken Zuwachs im Vorquartal per saldo deutlich abschwächte. Ein wesentlicher Grund dafür war, dass öffentliche Haushalte in großem Umfang Termineinlagen abbauten. Hier lässt sich ein Zusammenhang mit dem hohen coronabedingten Finanzierungsbedarf des Staatssektors vermuten. Hinzu kam, dass die Beruhigung der Lage an den Finanzmärkten finanzielle Unternehmen dazu veranlasste, einen beträchtlichen Teil ihrer im Vorquartal aufgebauten Bestände an täglich fälligen Ein-

Einlagengeschäft erneut ausgeweitet, aber schwächer als im Vorquartal

lagen wieder in renditeträchtigeren Anlageformen umzuschichten.

Liquiditätspräferenz privater Haushalte und nicht-finanzieller Unternehmen weiterhin hoch

Dagegen stockten private Haushalte und nicht-finanzielle Unternehmen ihre Bestände an hoch liquiden Bankeinlagen im Berichtsquartal noch deutlicher auf als schon im Vorquartal, wobei sie teilweise Mittel aus länger laufenden Bankeinlagen umschichteten. Somit war das Verhalten dieser Anleger im Berichtsquartal durch eine nach wie vor ausgesprochen hohe Liquiditätspräferenz geprägt, die wohl auch die anhaltend hohe Unsicherheit über den weiteren Pandemieverlauf und den wirtschaftlichen Erholungspfad widerspiegelte. Die niedrigen Zinsen begünstigten diese Entscheidung zusätzlich (siehe auch Erläuterungen auf S. 42 ff.). Gleichzeitig wurde der auffällig starke Aufbau von Sicht- und Tagesgeldeinlagen im Berichtsquartal dadurch gefördert, dass viele für die Jahreszeit sonst übliche Konsumausgaben infolge der pandemiebedingten Beschränkungen ausblieben.

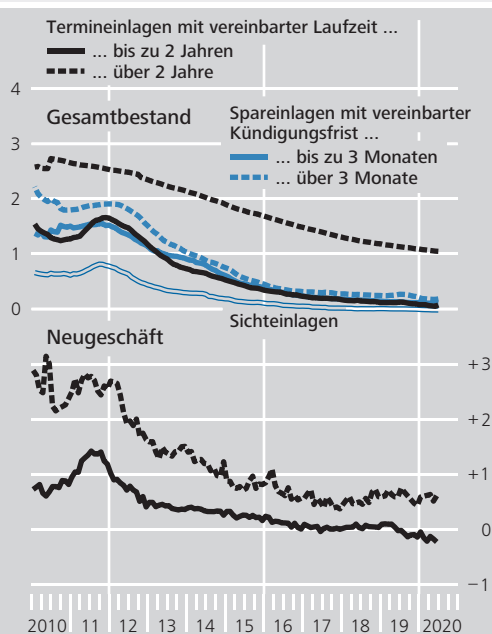
Kreditgeschäft mit Nichtbanken stark ausgeweitet

Das Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden war im Winterquartal unter dem Einfluss der Corona-Krise auffallend stark gewesen. Dies setzte sich im zweiten Quartal 2020 nicht mit der gleichen Dynamik fort, vielmehr wurde die Netto-Kreditvergabe ähnlich stark ausgeweitet wie vor dem Ausbruch der Pandemie. Dabei bauten die deutschen Banken im Berichtszeitraum neben den Buchkrediten an den inländischen Privatsektor auch ihre Bestände an Wertpapieren öffentlicher Emittenten erneut spürbar auf. Die seit März beobachtete Belegung des Kreditgeschäfts mit öffentlichen Haushalten dürfte den gestiegenen Finanzierungsbedarf dieses Sektors in der Corona-Krise widerspiegeln, der nicht zuletzt durch umfangreiche Hilfsmaßnahmen zur Bewältigung der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie bedingt ist.

Die größten Nettozuflüsse verzeichneten im Berichtsquartal die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen. Die Zuwächse fielen insgesamt etwas schwächer aus als im Vorquartal, aller-

Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland^{*)}

% p. a., monatlich



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

Deutsche Bundesbank

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

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt

Position	2020	
	1. Vj.	2. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	89,3	64,4
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	1,5	-10,8
über 2 Jahre	-8,9	-15,4
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	-9,0	2,0
über 3 Monate	-2,5	-2,5
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	3,1	0,3
Wertpapierkredite	6,1	6,7
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	46,8	27,1
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	20,9	14,1
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	19,1	15,7
Wertpapierkredite	-1,1	-2,7

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

Deutsche Bundesbank

Zur Entwicklung der realen Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland

Die nominalen Zinsen befinden sich auch in Deutschland weiterhin auf einem historisch niedrigen Niveau. Seitens der Öffentlichkeit wird dies besonders bei Bankeinlagen wahrgenommen, die traditionell einen bedeutenden Anteil des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland ausmachen. In den vergangenen Jahren wurden Bankeinlagen nahezu mit 0 % verzinst. Dies dämpft somit für sich genommen die Rendite, die private Haushalte mit ihrem Geldvermögen erwirtschaften können.

Bei Bankeinlagen stellen Zinszahlungen die einzige Ertragsquelle dar. Die Erträge anderer Anlageformen wie Aktien, Schuldverschreibungen, Investmentfondsanteile und Ansprüche gegenüber Versicherungen werden hingegen auch durch Kurseffekte beeinflusst. Bei Aktien und einschlägig investierenden Invest-

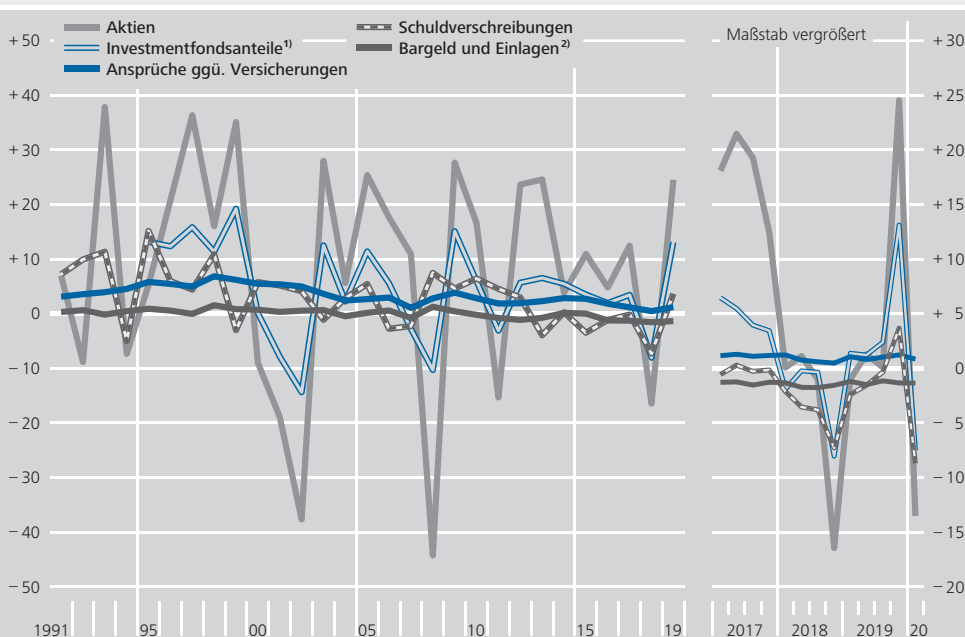
mentfonds fallen darüber hinaus meist Dividendenzahlungen an. Für die Gesamrendite des Portfolios der privaten Haushalte müssen neben den Zinszahlungen diese Komponenten ebenfalls berücksichtigt werden.

Die vorliegenden Ausführungen beschreiben, wie sich die Renditen der verschiedenen Anlageformen sowie die Gesamrendite auf das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland bis zum ersten Vierteljahr 2020 entwickelt haben. Dabei wird mitberücksichtigt, dass die Kaufkraft der nominalen Renditen mit der Inflationsrate schwankt. Folglich werden sämtliche Renditen in realer Rechnung betrachtet.¹⁾

¹ Vgl. für eine ausführliche Darstellung hinsichtlich der Berechnung der realen Renditen: Deutsche Bundesbank (2015).

Reale Renditen verschiedener Anlageformen der privaten Haushalte in Deutschland³⁾

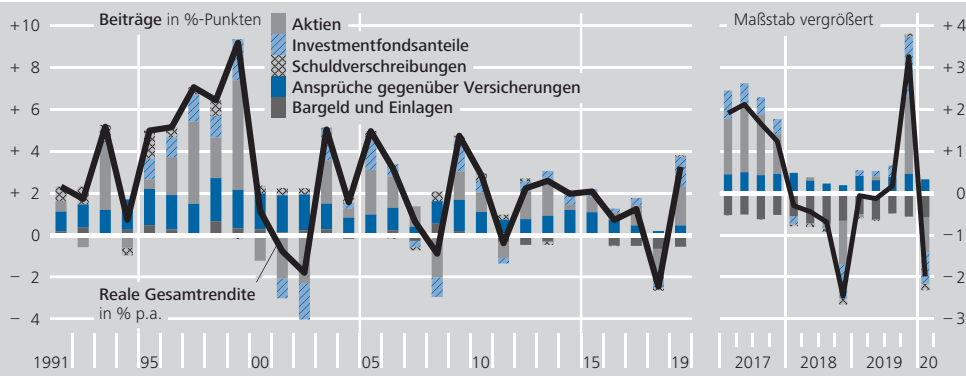
Jahresrendite zum Jahres- bzw. Quartalsende in % p.a.



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

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

Jahresrendite zum Jahres- bzw. Quartalsende



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

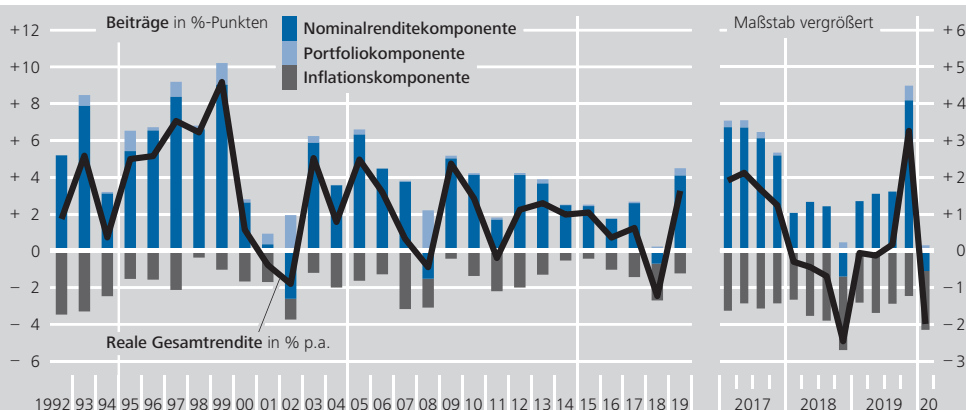
Das Schaubild auf Seite 42 zeigt, wie sich die realen Renditen der wichtigsten Anlageformen im Portfolio der privaten Haushalte in Deutschland zwischen 1991 und dem ersten Vierteljahr 2020 entwickelten.²⁾ Bargeld und Einlagen sind mit einem aktuellen Anteil von etwa 40 % die bedeutendste Anlageklasse im Portfolio der privaten Haushalte. Sie erbrachte über weite Strecken eine meist niedrige reale Rendite, die zudem nur vergleichsweise wenig schwankte. Zwar fiel die reale Rendite auch in der Vergangenheit hin und wieder unter null. Seit Mitte 2016 liegt sie nun allerdings bereits längere Zeit

deutlich im negativen Bereich. Ein ähnliches Bild zeigte sich bei den Schuldverschreibungen, deren reale Rendite seit Mitte 2015 nahezu durchgängig negativ war. Diese Entwicklung ist nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten zu sehen (APP). Die reale Rendite der Versicherungsansprüche konnte sich von ihrem historischen Tiefststand aus dem Jahr 2018 aufgrund der sinkenden In-

² Die nachfolgenden Ausführungen aktualisieren die Darstellung im Monatsbericht August 2019; vgl. dazu: Deutsche Bundesbank (2019).

Beiträge zur realen Gesamtrendite der privaten Haushalte in Deutschland

Jahresrendite zum Jahres- bzw. Quartalsende



Deutsche Bundesbank

flationsrate zwar leicht erholen. Sie verharrt aber dennoch auf einem niedrigen Niveau. Durch die Kursanstiege am Kapitalmarkt legten die Renditen von Aktien und Investmentfondsanteilen bis zum Ende des Jahres 2019 kräftig zu. Hintergrund der positiven Aktienmarktentwicklung zum Jahresende 2019 dürften seinerzeit unter anderem einige positive globale Konjunkturindikatoren sowie eine nachlassende politische Unsicherheit gewesen sein. Demnach wurde positiv aufgenommen, dass die Parlamentswahlen im Vereinigten Königreich zu klaren Mehrheitsverhältnissen führten sowie die USA und China sich auf ein erstes Handelsabkommen einigten. Zum Ende des ersten Vierteljahres 2020 brachen die Renditen von Aktien und Investmentfondsanteilen dann deutlich ein. Dies war in erster Linie auf die Kursstürze am Kapitalmarkt zurückzuführen, die durch die Covid-19-Pandemie und die Unsicherheit über ihre wirtschaftlichen Folgen ausgelöst wurden.³⁾

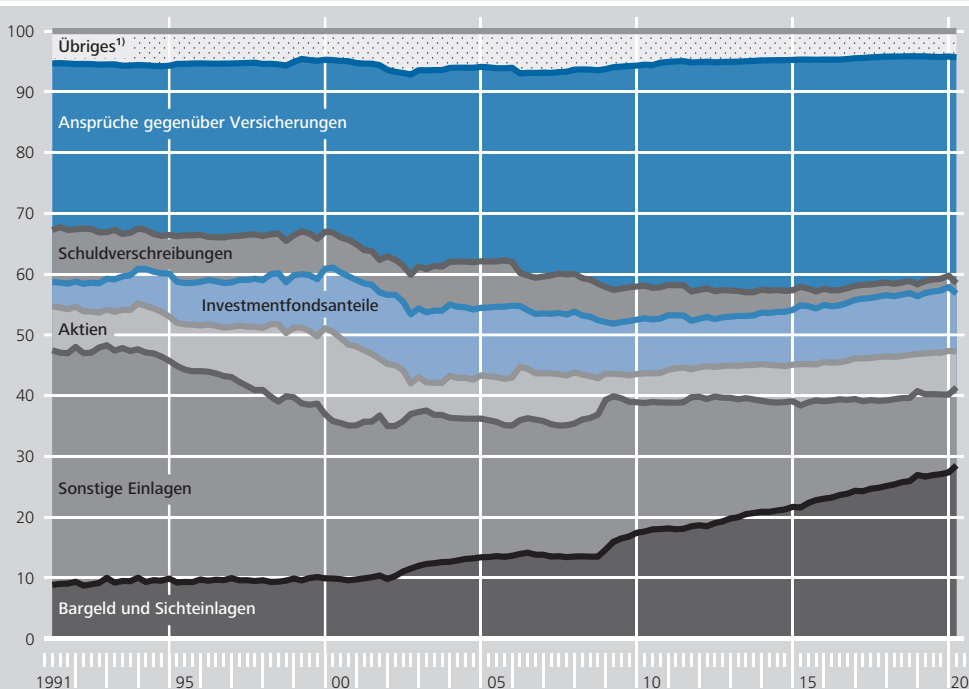
Die reale Gesamtrendite des Portfolios (siehe Schaubild auf S. 43 oben) wird auf Basis der Geldvermögensstruktur der Haushalte berechnet, indem die Renditen der verschiedenen Anlageformen mit ihrem Anteil am Gesamtportfolio gewichtet und um den Anstieg der Verbraucherpreise bereinigt werden. Die so ermittelte reale Gesamtrendite stieg im Jahresverlauf 2019 von – 0,1% auf etwa 3,3%. Aufgrund der negativen Entwicklung der Wertpapierkurse insbesondere im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie ging sie jedoch Anfang 2020 zurück und lag zuletzt mit – 2,0% wieder deutlich im negativen Bereich. Dies ist der stärkste Rückgang seit dem Platzen der New-Economy-Blase.

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

³ Vgl. zu den Kapitalmarktentwicklungen im ersten Vierteljahr 2020: Deutsche Bundesbank (2020a).

Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland

in %, Quartalsendstände



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

lagen die reale Gesamtrendite durchweg dämpfte. Seit Ende 2016 liegt er unverändert im negativen Bereich. Gleichzeitig fiel der Beitrag der Wertpapierrenditen recht volatil aus. Während er insbesondere im Schlussquartal 2018 und zu Beginn des Jahres 2020 die Gesamtrendite drückte, fiel der Beitrag zum Jahresende 2019 deutlich positiv aus. Lediglich der Beitrag von Ansprüchen gegenüber Versicherungen war durchgängig positiv, obgleich auf einem niedrigen Niveau.

Neben der Berücksichtigung der verschiedenen Anlageformen lässt sich die reale Gesamtrendite stilisiert in eine Nominalrendite-, eine Portfolio- und eine Inflationskomponente zerlegen (siehe Schaubild auf S. 43 unten). Hinter der Nominalrenditekomponente steht näherungsweise der Beitrag zur Gesamtrendite, der vom (gegebenen) nominalen Renditeverlauf – das heißt den Zinszahlungen, Kurseffekten und Dividenden – der unterschiedlichen Anlageformen ausgeht. Die Portfoliokomponente stellt approximativ die Änderung der nominalen Gesamtrendite dar, die auf eine veränderte Zusammensetzung des gesamten Geldvermögens zurückzuführen ist; so lässt selbst bei konstanten Nominalrenditen und Inflationsraten eine Umschichtung zu höher rentierenden Anlageformen die Gesamtrendite steigen. Die Inflationskomponente beschreibt schließlich den Beitrag der Inflationsrate (gemessen anhand des Verbraucherpreisindex, VPI).

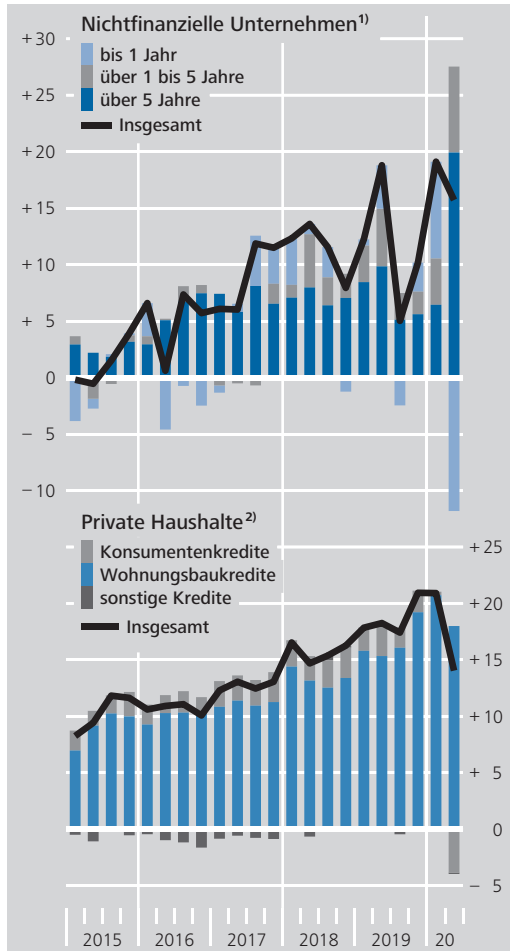
Die Nominalrenditekomponente war über den gesamten Berichtszeitraum betrachtet in der Regel die wichtigste Bestimmungsgröße der realen Gesamtrendite, und in den letzten Jahren war ihr Beitrag meist positiv. Negativ war er jedoch zum Jahresende 2018 und zu Jahresbeginn 2020, was jeweils vor allem auf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

die Inflationskomponente im Berichtszeitraum stets negativ bei, da die Inflationsrate seit 2017 bei positiven Werten zwischen 1,3 % und 2,0 % lag. Die Portfoliokomponente beeinflusste die Gesamtrendite im Großen und Ganzen nur wenig. Grund hierfür ist, dass sich die Portfoliostruktur nur langsam ändert (vgl. dazu das Schaubild auf S. 44).⁴⁾ Zusammengefasst ließ der im Jahresverlauf 2019 insgesamt gestiegene Beitrag der Nominalrendite die reale Gesamtrendite zunächst spürbar ansteigen. Durch die coronabedingten Kursstürze am Kapitalmarkt fiel die reale Gesamtrendite zu Jahresbeginn 2020 aber deutlich unter null.

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

Buchkredite^{*)} deutscher Banken an den inländischen nichtfinanziellen Privatsektor

Mrd €, saisonbereinigt, kumulierte Dreimonatsflows



* Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. **1** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **2** Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
 Deutsche Bundesbank

Längerfristige Ausleihungen an Unternehmen kräftig gestiegen, gestützt durch Staatsgarantien

dings ging dies ausschließlich auf die kurzfristigen Ausleihungen zurück. Diese wurden im Berichtszeitraum kräftig abgebaut, was vor allem als Gegenbewegung zu der starken, durch krisenbedingte Liquiditätsengpässe getriebenen Zunahme im Vorquartal zu sehen ist. Im Gegensatz dazu nahmen die mittel- und langfristigen Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen im Berichtsquartal deutlich stärker als im Vorquartal zu. Diese Entwicklung ist nicht zuletzt auf die umfangreichen Corona-Hilfskredite der Bundesregierung sowie weitere Förderprogramme der Landesregierungen zurückzuführen, die Unternehmen über ihre Hausbanken in Anspruch nehmen können. Daneben

räumten Banken nach eigenen Angaben ihren Firmenkunden seit März vermehrt Stundungen von Tilgungszahlungen ein, was für sich genommen ebenfalls die Nettokredite erhöht.

Gleichzeitig gestalteten die im BLS befragten Banken ihre Kreditvergabepolitik im Firmenkundengeschäft in allen wichtigen Wirtschaftssektoren restriktiver. Dies ist eine unmittelbare Reaktion auf die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise. Zum einen war der Anteil der Banken, die ihre Kreditstandards verschärfen, höher als der Anteil der Banken, die angaben, ihre Standards gelockert zu haben. Zum anderen nahmen die befragten Banken auch bei den Kreditbedingungen weitere restriktive Anpassungen vor. Als Grund für die Verschärfung der Standards nannten die befragten Bankmanager in erster Linie, dass sie die branchen- oder firmenspezifische Lage sowie die Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer deutlich ungünstiger einschätzten. Zudem sahen die befragten Banken abermals gestiegene Abwärtsrisiken bei der allgemeinen Wirtschaftslage, den Konjunkturaussichten sowie der Werthaltigkeit der Sicherheiten von Kreditnehmern. Der restriktive Einfluss dieser Faktoren nahm gegenüber der Befragung im Vorquartal noch einmal zu, obwohl im Rahmen des KfW-Sonderprogramms umfangreiche staatliche Garantien bereitgestellt wurden. Daneben wirkten laut Angaben der Banken die Eigenkapitalkosten und die Refinanzierungsbedingungen am Geld- und Kapitalmarkt ebenfalls restriktiv auf die Kreditstandards. Die BLS-Banken planen auch für das zweite Halbjahr sektorübergreifend weitere Verschärfungen.

Angebotspolitik laut BLS insgesamt restriktiver gestaltet

Die gestrafften Kreditbedingungen schlugen sich zum einen in bonitätsunabhängig ausgeweiteten Margen nieder. Zum anderen verschärfen die Kreditinstitute die Anforderungen an die Sicherheiten stärker als je zuvor seit Beginn des BLS im Jahr 2003. Erstmals seit sechs Jahren erhöhte zudem ein nennenswerter Anteil an Banken die Kreditnebenkosten.

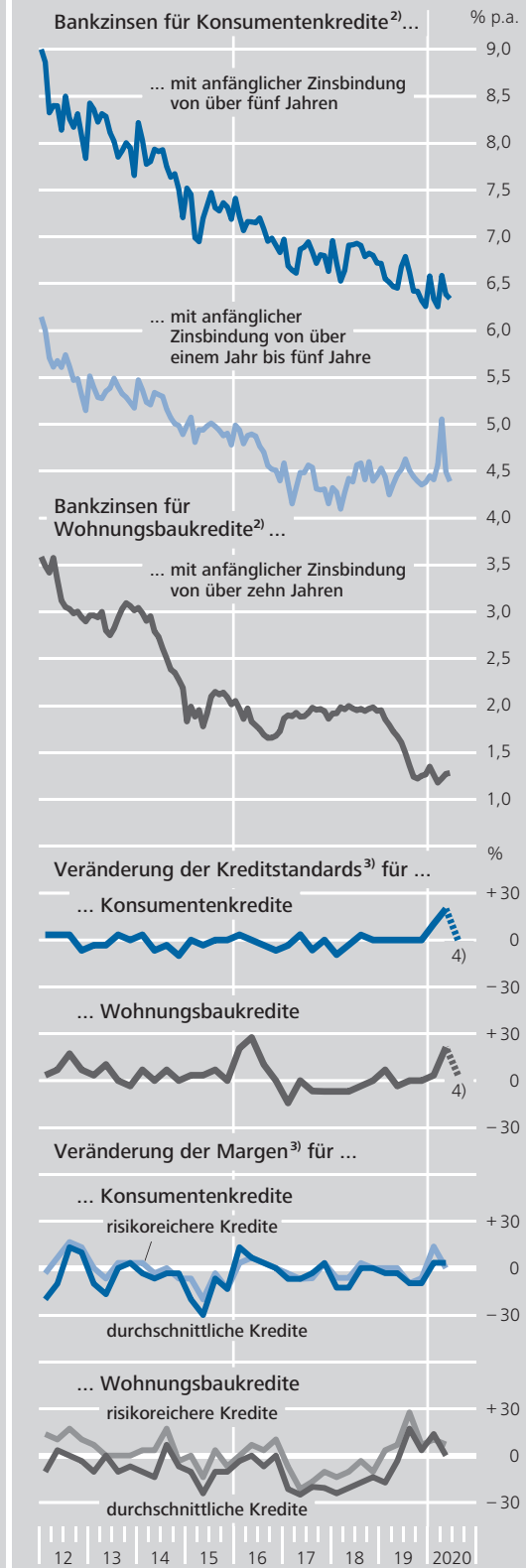
Dagegen blieben die Zinsen für Unternehmenskredite im Aggregat weiterhin niedrig, wenn-

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



Kredite an private Haushalte¹⁾



1 Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. **2** Neugeschäft. Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. **3** Gemäß Bank Lending Survey; für Kreditstandards: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ in % der gegebenen Antworten, für Margen: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich ausgeweitet“ und „leicht ausgeweitet“ und der Summe der Angaben „etwas verengt“ und „deutlich verengt“ in % der gegebenen Antworten. **4** Erwartungen für das 3. Vj. 2020.

gleich sie in einzelnen Unterkategorien stiegen.²⁾ So zahlten laut MFI-Zinsstatistik Unternehmen gegenüber inländischen Banken Ende Juni im langfristigen Laufzeitbereich Zinsen in Höhe von 1,8 % für kleinvolumige beziehungsweise 1,3 % für großvolumige Kredite. Die Zinsen für kurzfristige Ausleihungen lagen zuletzt bei 1,9 % beziehungsweise 1,2 % (siehe Schaubild auf S. 47).

Buchkredite an private Haushalte weiterhin stark ausgeweitet, getrieben ausschließlich von Wohnungsbaukrediten

Neben den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen verzeichneten im Berichtsquartal auch die Buchkredite an private Haushalte per saldo spürbare Zuflüsse. Diese waren jedoch allein auf die Wohnungsbaukredite zurückzuführen, die im Berichtsquartal – trotz Abschwächungstendenz zum Quartalsende – insgesamt wieder kräftig aufgebaut wurden. Im Ergebnis stieg die Wachstumsrate der Wohnungsbaukredite im Berichtsquartal noch einmal leicht auf 5,9 % gegenüber dem Vorjahr.

Abweichend davon berichteten die im BLS befragten Banken von einem deutlichen Rückgang der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Ein möglicher Grund für diese Abweichung liegt darin, dass die BLS-Banken aufgefordert sind, bei ihren Angaben alle ihnen zum jeweiligen Zeitpunkt vorliegenden Informationen zur Nachfrageentwicklung zu berücksichtigen. Diese schließen neben den Volumina der abgeschlossenen Kreditverträge auch bereits neu eingegangene Kreditanträge sowie Kreditanfragen ein. Dagegen erfasst die MFI-Bilanzstatistik nur die vereinbarten Kreditbeträge, die bereits ausgezahlt wurden. Insofern kann es zwischen diesen beiden Datenquellen – insbesondere in Zeiten außergewöhnlich starker Bewegungen und hoher Unsicherheit – zu Abweichungen kommen. Es bleibt abzuwarten, ob sich die in den BLS-Angaben angelegte nachlassende Dynamik in den folgenden Monaten in der tatsächlichen Buchkreditvergabe niederschlagen wird.

Als mit Abstand wichtigsten Grund für den vermeldeten Nachfragerückgang nannten die BLS-Banken ein gesunkenes Verbrauchervertrauen

infolge der Covid-19-Pandemie. Zudem führten einige Banken den Nachfragerückgang auf Bankfillialschließungen während der Kontaktsperre zurück. Demgegenüber gingen von den Aussichten auf dem Wohnimmobilienmarkt und der von den privaten Haushalten erwarteten Entwicklung der Preise für Wohneigentum für sich genommen nach wie vor positive Impulse für die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im Berichtsquartal aus.

Auch im Bereich der privaten Baufinanzierung wurden die Kreditstandards gemäß BLS im zweiten Quartal 2020 per saldo verschärft. Die Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie, die in der letzten Befragung noch nicht in den Standards sichtbar waren, haben somit nun auch in diesem Kreditsegment zu Straffungen geführt. Die in den Kreditverträgen vereinbarten Kreditbedingungen wurden von den Banken ebenfalls strenger angepasst. So wurden die Margen für risikoreichere Bonitäten ausgeweitet und die Beleihungsquoten verringert. Als Hauptgründe für die Verschärfung der Standards und Bedingungen nannten die Institute auch hier die verschlechterte Einschätzung des Kreditrisikos sowie eine geringere Risikotoleranz.

Im Gegensatz zu den Wohnungsbaukrediten verzeichneten die Banken bei den Konsumentenkrediten im Berichtsquartal zum ersten Mal seit Sommer 2012 wieder einen deutlichen (Netto-)Rückgang. Diese Entwicklung war zum einen auf die coronabedingten erheblichen Einschränkungen in vielen konsumnahen Dienstleistungsbranchen zurückzuführen. Hinzu kam, dass die zunehmende Verunsicherung bezüglich der Einkommensperspektiven die Kaufneigung der Verbraucher dämpfte.³⁾ Die Angaben des BLS stehen damit weitgehend im Einklang.

Standards für Wohnungsbaukredite laut BLS ebenfalls verschärft

Konsumentenkredite unter dem Einfluss der Krise abgebaut

² In den kleinvolumigen längerfristigen Krediten ist der Großteil des „KfW-Schnellkredit 2020“ enthalten. Diese Pandemie-Hilfskredite für Unternehmen werden mit einem relativ hohen Zinssatz von 3 % bepreist. Sie dürften die Zinsentwicklung in diesem Kreditsegment maßgeblich getrieben haben.

³ Dies signalisiert der GfK-Konsumklimaindex, der im Berichtsquartal sein Allzeittief erreichte.

*Kreditangebots-
politik im
Konsumenten-
kreditgeschäft
laut BLS erneut
restriktiver*

Die Angebotspolitik dämpfte für sich genommen ebenfalls die Kreditvergabe zu Konsumzwecken. So gaben die im BLS befragten Banken an, die Kreditstandards auch in diesem Segment im zweiten Quartal aufs Neue verschärft zu haben. Dabei war der Nettoanteil der Banken, die ihre Standards verschärften, so hoch wie zuletzt während der Finanzkrise 2008/2009 und der Staatsschuldenkrise 2010. Daneben verschärften die befragten Banken die Bedingungen für Konsumenten- und sonstige Kredite. Diese Verschärfung schlug sich im Wesentlichen in einer stärker begrenzten Kredithöhe nieder.

Im Rahmen der in der Juli-Umfrage gestellten zusätzlichen Fragen berichteten die deutschen

Banken vor dem Hintergrund der Lage an den Finanzmärkten von einer im Vergleich zum Vorquartal insgesamt verschlechterten Refinanzierungssituation.

Nach Angaben der Banken trug der Anteil des Bestandes an notleidenden Krediten am Bruttobuchwert der Kredite – die sogenannte NPL-Quote – im ersten Halbjahr 2020 nur geringfügig zu einer Verschärfung ihrer Kreditvergabe- politik bei. Für das zweite Halbjahr rechnen die Banken aber mit einem deutlich restriktiveren Einfluss insbesondere im Unternehmenskredit- geschäft.

*Refinanzierungs-
umfeld deut-
scher Banken
verschlechtert*

*Einfluss der NPL-
Quote auf
Kreditvergabe-
politik deutscher
Banken in den
ersten sechs
Monaten 2020
geringfügig
restriktiv*

■ Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2020a), Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2019/2020, Finanzmärkte, Monatsbericht, Februar 2020, S. 36–44.

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

Deutsche Bundesbank (2019), Zur Entwicklung der realen Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland, Monatsbericht, August 2019, S. 33–36.

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