

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

*EZB-Rat belässt
 Leitzinsen
 unverändert*

Auf seinen geldpolitischen Sitzungen im Dezember 2023 und im Januar 2024 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze unverändert zu belassen. Damit notiert der Zinssatz für die Einlagefazilität, der für die Geldmarktsätze aktuell am bedeutendsten ist, weiterhin bei 4 %. Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität liegen bei 4,5 % und bei 4,75 %. Der EZB-Rat stellte im Dezember fest, dass die Inflation in den vergangenen Monaten zwar gesunken war, aber auf kurze Sicht vorübergehend wieder anziehen dürfte. Laut den Dezember-Projektionen wird die Inflation im Laufe des Jahres 2024 allmählich zurückgehen und sich im Jahr 2025 dem 2 %-Ziel annähern. Insgesamt gehen die Projektionen nun von einer durchschnittlichen Gesamtinflation von 2,7 % für 2024, 2,1 % für 2025 und 1,9 % für 2026 aus. Gegenüber den Projektionen vom September 2023 stellt dies für das Jahr 2024 eine Abwärtskorrektur dar. Auch die zugrunde liegende Inflation ließ weiter nach. Allerdings blieb der binnenwirtschaftliche Preisdruck erhöht, vor allem aufgrund eines kräftigen Wachstums der Lohnstückkosten. Auf der Sitzung im Januar stellte der EZB-Rat fest, dass die seit Dezember eingegangenen Daten die Einschätzung der mittelfristigen Inflationssichten weitgehend bestätigten.

*Künftige Zins-
 beschlüsse wei-
 terhin mit daten-
 gestütztem
 Ansatz*

Der EZB-Rat war auf Grundlage seiner Beurteilung im Dezember und Januar weiterhin der Auffassung, dass die Leitzinsen sich auf einem Niveau befinden, das einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird. Dazu muss das Leitzinsniveau jedoch auch lange genug aufrechterhalten werden. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer eines ausreichend restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. Die Zinsbeschlüsse werden weiterhin vor-

allem auf der Einschätzung der Inflationssichten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren.

Im Dezember 2023 beschloss der EZB-Rat zudem, die Normalisierung der Bilanz des Eurosystems voranzutreiben. Er beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) erworbenen Wertpapiere in der ersten Jahreshälfte 2024 weiterhin bei Fälligkeit vollumfänglich wieder anzulegen. In der zweiten Jahreshälfte soll das PEPP-Portfolio im Durchschnitt um monatlich 7,5 Mrd € reduziert werden. Zum Jahresende 2024 beabsichtigt der EZB-Rat, die Wiederrücklage der Tilgungsbeträge vollständig einzustellen.

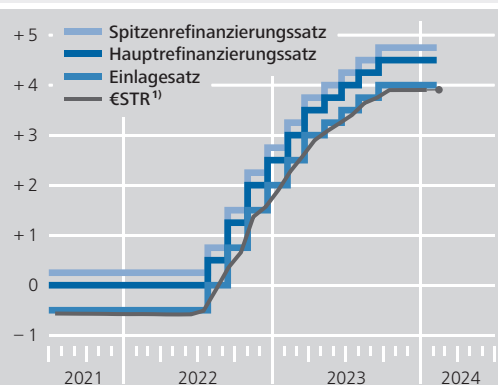
*EZB-Rat kündigt
 Verminderung
 der PEPP-
 Reinvestitionen
 an*

Die Euro Short-Term Rate (€STR) blieb im Berichtszeitraum seit Mitte November insgesamt unverändert, da keine weiteren Zinserhöhungen beschlossen wurden. Sie notierte zuletzt bei 3,907 % und damit weiterhin rund 10 Basispunkte unterhalb des Einlagesatzes.

*€STR insgesamt
 unverändert*

Leitzinssätze und Geldmarktzinsen im Euroraum

% p. a.



Quelle: EZB. 1 Monatsdurchschnitte. • = Durchschnitt 1. bis 9. Februar 2024.

Deutsche Bundesbank

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Im Betrachtungszeitraum vom 1. November 2023 bis 30. Januar 2024¹⁾ sank die Überschussliquidität im Eurosystem um insgesamt 91,9 Mrd € auf durchschnittlich 3 495,5 Mrd €, blieb aber weiterhin auf hohem Niveau. Haupttreiber dieses Rückgangs waren freiwillige, vorzeitige Rückzahlungen und Fälligkeiten bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der dritten Serie (GLRG III) sowie die Verringerung des ausstehenden Volumens der Ankaufprogramme.

Der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren (siehe unten stehende Tabelle) in der MP 8/2023 (Dezember 2023/Januar 2024) sank im Eurosystem im Vergleich zur MP 6/2023 (September 2023/Okttober 2023) um 106,4 Mrd € auf durchschnittlich 1 433,1 Mrd €. Ohne diese liquiditätszuführende Wirkung wäre die Überschussliquidität noch

stärker zurückgegangen. Hauptverantwortlich für den rückläufigen Liquiditätsbedarf war zum einen der Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte um 54,3 Mrd € (davon in Deutschland 8,8 Mrd €). Zum anderen stieg die Summe aus den Netto-Währungsreserven und den sonstigen Faktoren, die aufgrund liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden, um 54,1 Mrd €. Dabei verringerte sich der liquiditätsabsorbierende Effekt aus den sonstigen Faktoren durch einen Rückgang der darin enthaltenen nicht geldpolitischen Einlagen (–18,1 Mrd €) zwar im gesamten Betrachtungszeitraum im Eurosystem. Allerdings gab es insbesondere in Deutschland im Dezember 2023 einen zum Jahresende

¹ Hierbei werden die Durchschnitte der Mindestreserveperiode (MP) 8/2023 (Dezember 2023/Januar 2024) mit den Durchschnitten der MP 6/2023 (September 2023/Okttober 2023) verglichen.

Liquiditätsbestimmende Faktoren ^{*)}

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2023	2023/24
	1. November bis 19. Dezember	20. Dezember bis 30. Januar
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (–) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: –)	+ 3,6	– 5,6
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: –)	+ 28,6	+ 25,7
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	+ 2,1	+ 25,0
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	+ 8,0	+ 19,0
Insgesamt	+ 42,3	+ 64,1
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	– 0,8	+ 0,6
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	– 19,5	– 99,7
c) Sonstige Geschäfte	– 52,9	– 28,2
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	– 0,1	+ 0,1
b) Einlagefazilität (Zunahme: –)	+ 28,6	+ 61,4
Insgesamt	– 44,7	– 65,8
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	– 2,6	– 1,5
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: –)	+ 0,7	+ 1,6

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

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

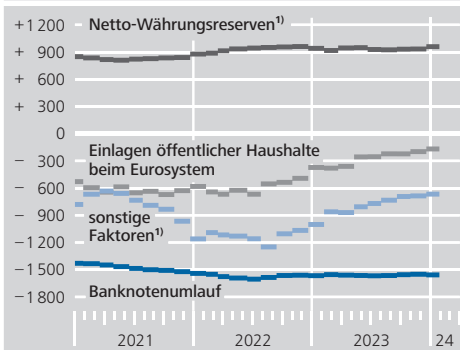
Deutsche Bundesbank

üblichen Anstieg der Einlagen ausländischer Zentralbanken. Der Banknotenumlauf stieg im Eurosystem saisonal bedingt leicht um 2,0 Mrd € auf 1 556,8 Mrd € und wirkte damit liquiditätsabsorbierend. In Deutschland stieg die Netto-Banknotenemission um 5,4 Mrd € auf 918,2 Mrd €. Das Mindestreservesoll nahm im Eurosystem im Betrachtungszeitraum um 2,2 Mrd € auf 162,3 Mrd € ab, was den Bedarf an Zentralbankliquidität marginal verringerte. Seit dem 20. September 2023 werden beim Eurosystem gehaltene Mindestreserven statt mit dem Einlagesatz zu 0,00 % verzinst. In Deutschland betrug das Reservesoll fast unverändert 44,7 Mrd €. 95 % der Zentralbankliquidität der Geschäftsbanken im Euroraum (96 % in Deutschland) wurden in der Einlagefazilität gehalten.

Das durchschnittliche ausstehende Tender-volumen im Euroraum sank im Betrachtungszeitraum um 119,4 Mrd € auf 404,2 Mrd €. In den Betrachtungszeitraum fielen der Fälligkeitstermin des GLRG III.6 sowie eine freiwillige, vorzeitige Rückzahlungsmöglichkeit der GLRG III.7–10 am 20. Dezember 2023. Zurückgezahlt und fällig wurden zu diesem Termin insgesamt 98,9 Mrd €. Das Volumen in den regulären Haupt- und Dreimonatstendern blieb insgesamt niedrig. Es gab jedoch im Haupttender jeweils temporäre Anstiege beim Auslaufen des GLRG III.6 und insbesondere zum Jahreswechsel. In Deutschland sank das durchschnittliche ausstehende Volumen aller Refinanzierungsgeschäfte im Betrachtungszeitraum um 27,1 Mrd € auf 70,5 Mrd €. Dazu trugen die Fälligkeiten und vorzeitigen freiwilligen Rückzahlungen in den GLRG III im Dezember mit 19,4 Mrd € bei. Damit entsprach der Anteil der Banken in Deutschland am ausstehenden Volumen der Refinanzierungsgeschäfte im Eurosystem rund 17 %, etwa 2 Prozentpunkte weniger als in der MP 6/2023.

Autonome Faktoren im Eurosystem¹⁾

Mrd €, Mittelwerte in der jeweiligen Reserveperiode



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

Deutsche Bundesbank

Ankaufprogramme des Eurosystems

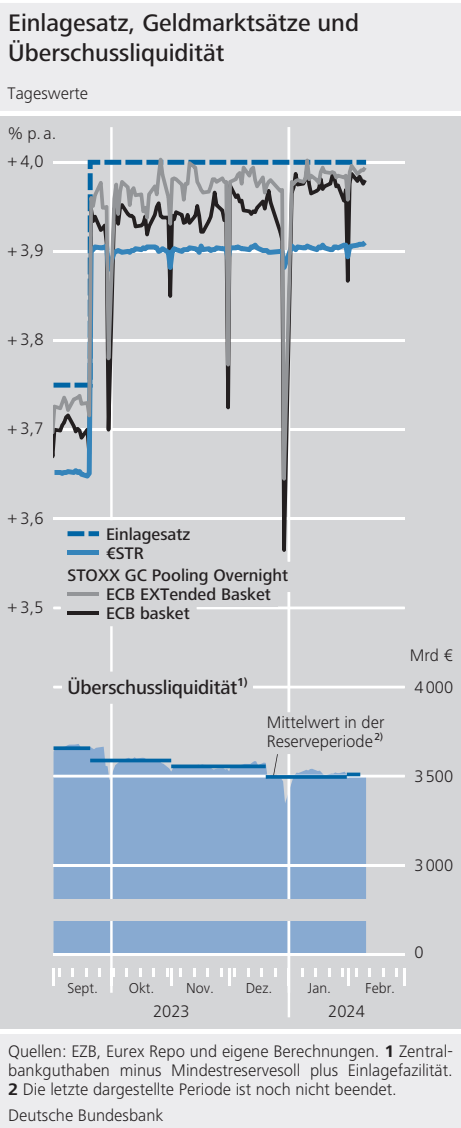
Mrd €

Programme	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 9. Februar 2024
Programme mit laufenden Reinvestitionen¹⁾		
PEPP	- 1,7	1 671,6
Beendete Programme		
APP	- 79,0	2 989,9
PSPP	- 63,9	2 376,6
CBPP3	- 6,4	280,1
CSPP	- 6,8	320,3
ABSPP	- 1,9	12,9
SMP	- 0,4	2,4

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

Deutsche Bundesbank

Die Reduktion des Portfolios aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) hatte den größten Einfluss auf die Bestände der Wertpapierankaufprogramme. Seit dem 1. Juli 2023 werden die gesamten Tilgungsbeträge der Wertpapiere im APP bei Fälligkeit nicht wieder angelegt. Gleichzeitig blieben die Reinvestitionen im Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) unverändert. Insgesamt sank der geldpolitische Wertpapierbestand im Betrachtungszeitraum um 81,1 Mrd €. Der bilanzielle Bestand der Wertpapierankaufprogramme betrug zum 9. Februar



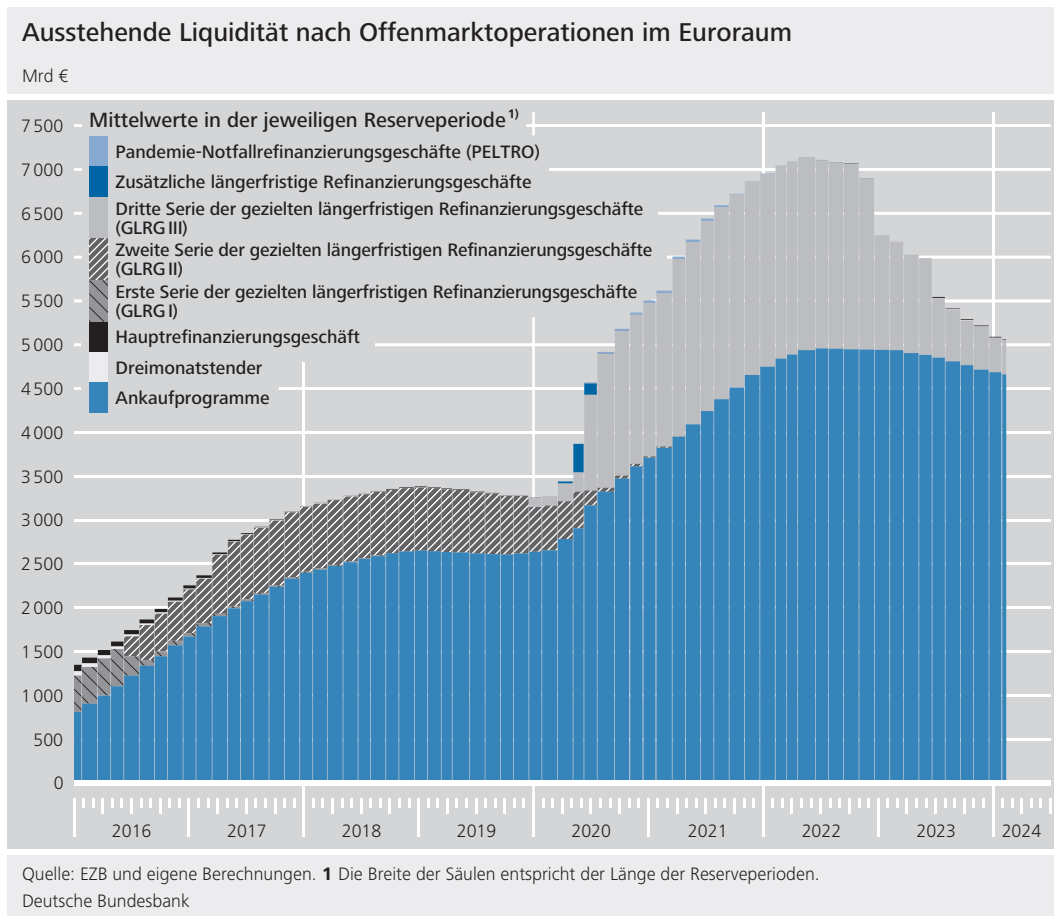
2024 4 663,9 Mrd € (siehe Tabelle auf S. 27) und blieb damit auf hohem Niveau.²⁾ Die Liquiditätsbereitstellung aus geldpolitischen Instrumenten speiste sich zu 92 % aus Ankaufprogrammen und nur zu 8 % aus Refinanzierungsgeschäften.

Die unbesicherte Euro Short-Term Rate (€STR) wurde, wie in der vorherigen MP 6/2023, im Durchschnitt bei 3,90 % festgestellt. Ebenso stabil zeigte sich das durchschnittliche €STR-Volumen mit 59,9 Mrd € in der MP 7/2023 (November/Dezember 2023) und 58,3 Mrd € in der MP 8/2023, womit sich der leicht rückläufige Trend der vorheri-

gen Beobachtungszeiträume nicht fortsetzte. Zum Monatsultimo-Termin November fiel der Effekt auf das €STR-Fixing mit einem Rückgang zum Vortag um 1,1 Basispunkte (BP) schwächer aus als bei den vorherigen Monatsenden. Der Effekt des Jahresultimos auf die €STR war mit 1,8 BP vergleichbar zu den Vorjahren. Die Transaktionsvolumina waren mit 44,0 Mrd € für einen Jahresultimo vergleichsweise hoch, trotz eines spürbaren Rückgangs um 13,7 Mrd € zum Vortag.

Auf der Handelsplattform GC Pooling der Eurex Repo verringerte sich der Abstand zum Einlagesatz für besicherte Overnight-Geschäfte bei steigenden Transaktionsvolumina im Beobachtungszeitraum weiter. Im ECB-Basket wurde durchschnittlich zu 3,94 % in der MP 7/2023 sowie 3,95 % in der MP 8/2023 gehandelt. Im ECB EXTended Basket, dem eine breitere Sicherheitenauswahl mit niedrigeren Ratinganforderungen für den Abschluss der Repo-Geschäfte zugrunde liegt, wurde in beiden MP zu durchschnittlichen Sätzen von 3,97 % gehandelt. Damit verringerte sich in der MP 8/2023 der Abstand zwischen den beiden Sätzen von 3 BP auf 2 BP. Erneut waren in beiden Sicherheitenkörben mit 6,6 Mrd € im ECB Basket beziehungsweise 5,6 Mrd € im ECB EXTended Basket höhere Umsätze als im vorherigen Betrachtungszeitraum zu verzeichnen. Sowohl der Anstieg der Sätze als auch der Handelsvolumina fanden in der MP 8/2023 statt, trotz des üblichen Rückgangs der Umsätze und Zinssätze während der Feiertage sowie des Jahresultimos.

² Neben den beendeten Reinvestitionen im APP beeinflussten auch Neubewertungen und die Glättung der Reinvestitionen im PEPP die Bestände.



Geldmarktermisätze und Umfragen zeigen erwartete Zinssenkungen im Jahr 2024 an

Die Marktteilnehmer gehen weiterhin einhellig davon aus, dass der Hochpunkt des Zinssatzes für die Einlagefazilität mit 4 % erreicht ist. Die vor der Sitzung im Januar durchgeführte geldpolitische Umfrage des Eurosystems (Survey of Monetary Analysts) zeigte an, dass die Teilnehmer im Median eine erste Zinssenkung um 25 Basispunkte für den Juni erwarten. Für das Jahr 2024 sehen sie insgesamt Zinssenkungen im Umfang von 100 Basispunkten. Auch die Geldmarktermisätze preisen deutliche Zinssenkungen ein und gehen noch über die Umfrageerwartungen hinaus: Die erste Zinssenkung um 25 Basispunkte ist aktuell für April teilweise eingepreist, und für 2024 zeigt die Geldmarkterminkurve erwartete Zinssenkungen um mehr als 100 Basispunkte an.

Wertpapierbestände weiter rückläufig

Die geldpolitischen Wertpapierbestände waren im Berichtszeitraum seit Mitte November insgesamt weiter rückläufig. Diese Entwicklung ist auf die auslaufenden und nicht wiederangelegten Wertpapiere im Programm zum Ankauf von

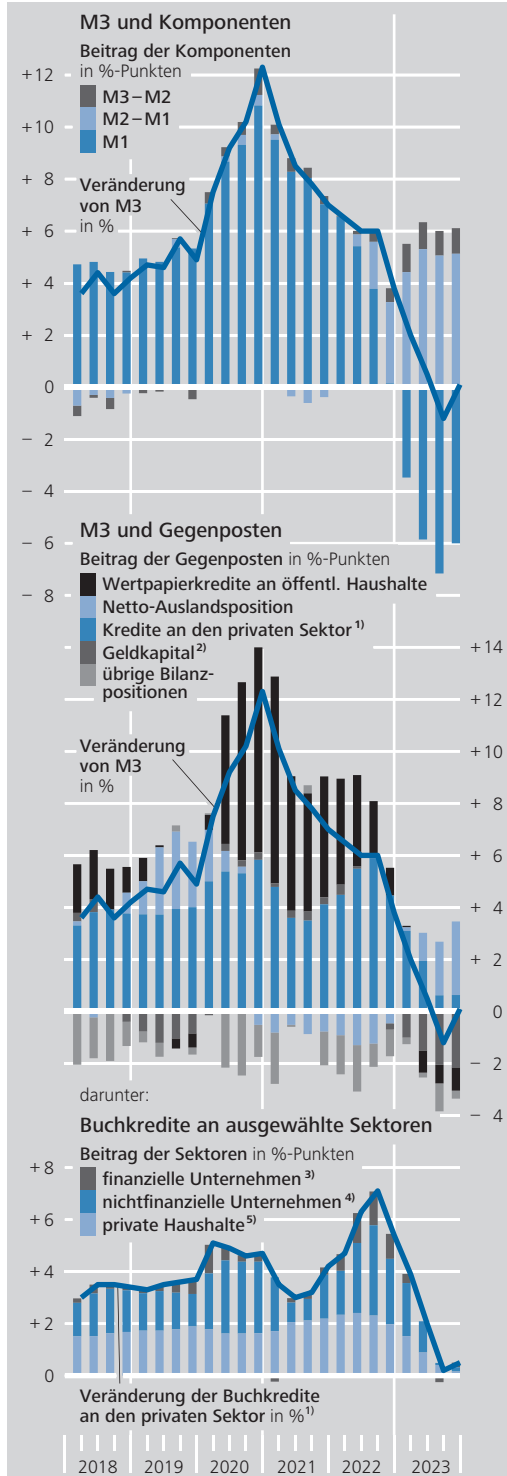
Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) zurückzuführen. Insgesamt hielt das Eurosystem am 9. Februar dem APP zugehörige Aktiva in Höhe von 2 989,9 Mrd € (für eine Aufgliederung der Bestände in die einzelnen Teilprogramme siehe Erläuterungen auf S. 26 ff.). Die im Rahmen des PEPP ausgewiesenen Wertpapierbestände lagen am gleichen Tag bei 1 671,6 Mrd €.

Die Überschussliquidität sank seit Mitte November um rund 37 Mrd €. Ihr Volumen lag zuletzt bei 3 511 Mrd €. Zum Rückgang trugen weitere Endfälligkeiten und freiwillige Rückzahlungen bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der dritten Serie (GLRG III) bei. Auch die auslaufenden Wertpapiere im APP führten zu einem weiteren Rückgang der Überschussliquidität. Darüber hinaus wurde die Überschussliquidität durch die Entwicklung der autonomen Faktoren beeinflusst, die insbesondere über den Jahreswechsel schwankten (siehe Erläuterungen auf S. 26 ff.).

Überschussliquidität sinkt erneut

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahr, Quartalsstände, saisonbereinigt



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

Deutsche Bundesbank

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 verzeichnete im letzten Quartal 2023 wieder einen leichten Zuwachs, nachdem es zuvor im Zuge der geldpolitischen Straffung vier Quartale in Folge gesunken war. Die Jahreswachstumsrate, die Ende September noch bei $-1,2\%$ gelegen hatte, stieg zum Jahresende 2023 auf $0,1\%$ (siehe nebenstehendes Schaubild). Zwar veranlasste die anhaltend hohe Zinsdifferenz zwischen hoch liquiden Einlagen und anderen Anlageformen die geldhaltenden Sektoren dazu, weiterhin Mittel in höher verzinste Anlagen umzuschichten. Im Gegensatz zu den Vorquartalen flossen aber im vierten Quartal 2023 noch über die reinen Umschichtungen hinaus Mittel in höher verzinste M3-Komponenten, was sich positiv auf das Geldmengenwachstum auswirkte. Auf der Entstehungsseite trugen eine spürbare Erholung der Kreditvergabe an den inländischen Privatsektor sowie ein deutlicher Zuwachs bei den Netto-Auslandsforderungen des Sektors der Monetären Finanzinstitute (MFI) zum Anstieg des Geldmengenwachstums bei. Das voraussichtliche Ende des geldpolitischen Straffungszyklus und die Erwartung fallender Kreditzinsen förderten die Nachfrage nichtfinanzieller Unternehmen insbesondere nach kurzfristigen Krediten. Zugleich gaben die an der aktuellen Umfrage zum Bankkreditgeschäft (Bank Lending Survey, BLS) teilnehmenden Banken an, ihre Kreditangebotspolitik im Jahresendquartal kaum noch gestrafft zu haben.

Jahreswachstum der Geldmenge M3 wieder positiv

Bei der Geldhaltung setzten sich die Umschichtungen zugunsten der höher verzinsten M3-Komponenten im vierten Quartal 2023 fort (siehe Tabelle auf S. 31). Vor allem private Haushalte und in geringerem Maße auch nichtfinanzielle Unternehmen reduzierten ihren Bestand an täglich fälligen Einlagen angesichts deren nach wie vor sehr niedrigen Verzinsung weiter. Gleichzeitig bauten sie aber in noch größerem Umfang kurzfristige Termineinlagen auf. Daneben stieg auch die Nachfrage nach den zu

Anhaltender Abbau von täglich fälligen Einlagen zugunsten von kurzfristigen Termineinlagen

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors im Euroraum ^{*)}					
Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt					
Aktiva	2023 3. Vj.	2023 4. Vj.	Passiva	2023 3. Vj.	2023 4. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	7,9	60,4	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	- 29,1	5,4
davon:			Geldmenge M3	- 5,3	141,4
Buchkredite	- 0,2	68,9	davon Komponenten:		
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	- 11,7	75,3	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	- 202,5	- 134,3
Wertpapierkredite	8,1	- 8,5	Übrige kurzfristige Einlagen (M2-M1)	171,9	220,7
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	- 19,1	7,1	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	25,3	55,0
davon:			Geldkapital	90,5	70,4
Buchkredite	1,6	8,0	davon:		
Wertpapierkredite	- 20,7	- 0,9	Kapital und Rücklagen	23,4	- 10,1
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	128,1	169,7	Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	67,1	80,5
Andere Gegenposten von M3	- 60,8	- 20,0			

* Statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen ausgeschaltet. 1 Bereinigt um Kreditverkäufe, Kreditverbriefungen und um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen. 2 Einschl. Einlagen der Zentralstaaten beim MFI-Sektor sowie der von Zentralstaaten gehaltenen Wertpapiere, die vom MFI-Sektor begeben wurden.

Deutsche Bundesbank

M3 zählenden marktfähigen Instrumenten, die primär von finanziellen Unternehmen gehalten werden. In der Summe führten diese Anpassungen dazu, dass M3 erstmalig seit dem Sommer 2022 per saldo wieder einen Nettozufluss verzeichnete. Dazu trug auch bei, dass sich die Renditedifferenz zwischen Anlagen außerhalb von M3 und den höher verzinsten M3-Komponenten infolge der rückläufigen Kapitalmarkttrenditen verringerte.

Investitionen auch in Anlagen außerhalb von M3

Neben der Aufstockung höher verzinsten M3-Anlagen investierte der geldhaltende Sektor aber auch weiterhin in Anlageformen außerhalb von M3. Neben langfristigen Spareinlagen wurden vor allem langfristige Bankschuldverschreibungen nachgefragt, deren Rendite zwar etwas nachgab, aber dennoch attraktiv blieb. Beide Finanzierungsformen gewannen für die Banken im Zuge der schrittweisen Rückzahlung von GLRG III-Darlehen an Bedeutung.

Weiter steigen der Leistungsbilanzsaldo stützt Geldmengewachstum

Vonseiten der Gegenposten leistete die Netto-Auslandsposition im vierten Quartal 2023 den größten Beitrag zum Geldmengewachstum. Nach den bisher verfügbaren Informationen aus der Zahlungsbilanzstatistik beruhte dies hauptsächlich auf einem weiteren Anstieg des positiven Leistungsbilanzsaldos des Euroraums. Zum einen nahmen die Exporte weiter zu, insbesondere in die USA und in das Vereinigte König-

reich; zum anderen sorgten die gesunkenen Rohstoffpreise für einen Rückgang der Importe in nominaler Rechnung. Dagegen ging von den Wertpapiertransaktionen der Nichtbanken mit dem Ausland unter dem Strich ein leicht dämpfender Effekt auf das Geldmengewachstum aus.

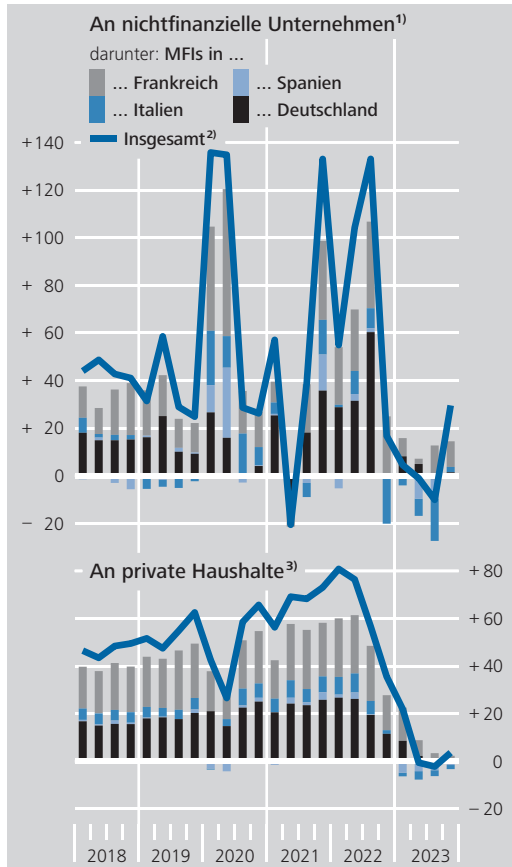
Auch die Kreditvergabe des MFI-Sektors an inländische Nichtbanken zeigte sich im vierten Quartal spürbar erholt gegenüber den schwachen Vorquartalen. Dies galt insbesondere auch für das Buchkreditgeschäft der Banken mit nichtfinanziellen Unternehmen, das per saldo moderat zunahm. Unter den vier großen Euro-Mitgliedsländern verzeichneten Banken in Frankreich erneut den stärksten Nettozuwachs, während der deutsche Beitrag nur schwach positiv ausfiel. Auch bei Banken in Italien und Spanien stagnierte die Kreditvergabe. In beiden Ländern waren jedoch in den Vorquartalen die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen zum Teil kräftig zurückgegangen, sodass sich die Kreditdynamik unter dem Strich auch hier erholt zeigte. Für den Euroraum insgesamt stieg die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite, die im Vorquartal bei 0,2% gelegen hatte, bis Jahresende auf 0,4%.

Kreditvergabe insgesamt spürbar erholt, insbesondere durch deutlichen Anstieg der Buchkredite an Unternehmen

Die Ausweitung der Kreditvergabe betraf insbesondere die kurzfristigen Ausleihungen mit

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

Angesichts von Zinssenkungserwartungen Fokus auf kurzfristige Kredite

einer Laufzeit von bis zu einem Jahr. Längerfristige Kredite verzeichneten deutlich geringere Zuflüsse. Mit der Verschiebung der Nachfrage zugunsten kurzfristiger Kredite reagierten die Unternehmen wahrscheinlich auf die vermehrten Anzeichen für einen Wendepunkt bei den Finanzierungsbedingungen im Euroraum. Vor dem Hintergrund der nachlassenden Inflationsdynamik sanken die Kreditzinsen im November und Dezember erstmals seit Beginn des Zinserhöhungszyklus leicht. Die Renditen am Kapitalmarkt gaben im Zuge zunehmender Zinssenkungserwartungen für das Jahr 2024 sogar merklich nach. Angesichts der Erwartung weiter fallender Kreditzinsen war es für Unternehmen

somit offenbar attraktiv, zusätzliche Mittel vorerst nur über einen kürzeren Zeitraum aufzunehmen.

Hierzu passt, dass die im BLS befragten Banken im Euroraum angaben, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im vierten Quartal 2023 per saldo insbesondere bei den längerfristigen Ausleihungen erneut abnahm. Der Rückgang fiel jedoch geringer aus als in den drei vorangegangenen Umfragerunden. Für das erste Quartal 2024 rechnen die befragten Banken erstmals seit Mitte 2022 nicht mehr mit einem weiteren Rückgang der Kreditnachfrage. Die Kreditrichtlinien im Unternehmensgeschäft wurden laut BLS im vierten Quartal per saldo nur noch von wenigen Banken gestrafft. Die Straffung fiel damit so gering aus wie seit zwei Jahren nicht mehr und blieb auch hinter den Planungen der Banken aus dem Vorquartal zurück. Über die letzten zwei Umfragerunden hinweg betrafen die Straffungen insbesondere den Immobiliensektor, in erster Linie die Kredite für Gewerbeimmobilien. Allerdings ist davon auszugehen, dass die teils deutlichen Straffungen der Kreditrichtlinien aus den Vorquartalen weiterhin die Kreditvergabe insgesamt dämpfen.

Kreditrichtlinien im Unternehmensgeschäft kaum noch gestrafft

Die Buchkreditvergabe der Banken an private Haushalte stagnierte im vierten Quartal weiter. Unter den vier größten Mitgliedsländern nahmen die Ausleihungen der Banken an private Haushalte in Deutschland und Frankreich zwar jeweils zu, jedoch noch einmal schwächer als im Vorquartal. Die Banken in Italien und Spanien verzeichneten erneut Nettoabflüsse ihres Buchkreditbestandes, allerdings geringere als im Vorquartal. Per saldo gab es im Euroraum einen geringfügigen Zuwachs, der sich im Wesentlichen auf die Konsumentenkredite stützte. Das mit Blick auf die Bestände viel bedeutendere Segment der Wohnungsbaukredite leistete dagegen im Berichtsquartal praktisch keinen Bei-

Stagnierende Buchkreditvergabe an private Haushalte, insbesondere bei Wohnungsbaukrediten

trag zum Aggregat.¹⁾ Auch Ausleihungen der Kategorie „sonstige Kredite“ (darunter Kredite an Einzelunternehmen) verringerten sich erneut spürbar. Im Aggregat sank die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte weiter auf 0,3 % zum Jahresende.

Kreditnachfrage nach Wohnungsbaukrediten laut BLS weiter gesunken, ...

Zur schwachen Entwicklung der Wohnungsbaukredite passt, dass die im BLS befragten Banken von einem weiteren Rückgang der Nachfrage in diesem Kreditsegment im vierten Quartal berichteten. Dieser fiel jedoch geringer aus als in den fünf vorangegangenen Quartalen. Hauptgründe für den geringeren Mittelbedarf der privaten Haushalte waren nach Angaben der interviewten Banken vor allem das gestiegene Zinsniveau, der Rückgang des Verbrauchervertrauens, die eingetrübten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt und die voraussichtliche Entwicklung der Preise für Wohneigentum.

... Kreditrichtlinien kaum noch gestrafft

Auch die Kreditangebotspolitik der Banken dürfte die Kreditdynamik weiter gedämpft haben. Zwar wurden die Richtlinien für Wohnungsbaukredite nach Bankangaben per saldo kaum noch gestrafft. Allerdings dürften sich – wie in allen Kreditsegmenten – die restriktiven Anpassungen der vergangenen eineinhalb Jahre weiterhin auf die Kreditvergabe ausgewirkt haben. Die Banken nannten als wesentliche Gründe für Straffungen wie in den vorangegangenen Umfragewellen ein erhöhtes Kreditrisiko, insbesondere in Bezug auf die Wirtschaftslage, und gedämpfte Konjunkturaussichten sowie die getrübtten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt und die voraussichtliche Entwicklung der Preise für Wohneigentum.

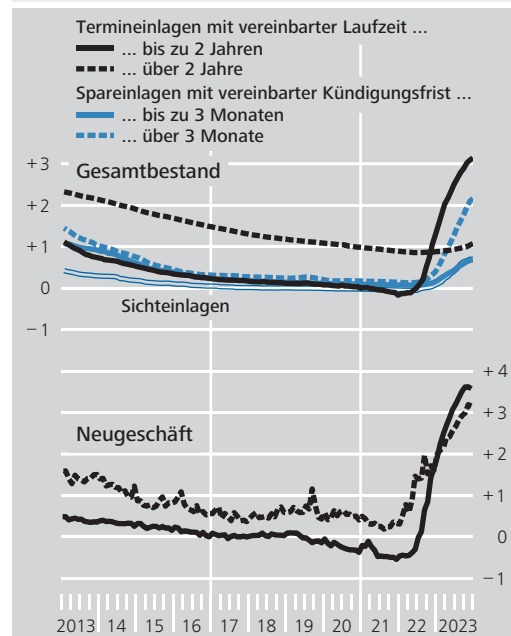
Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Einlagengeschäft spürbar gestiegen

Vor dem Hintergrund der rückläufigen Kapitalmarktrenditen hat das Einlagengeschäft der deutschen Banken mit inländischen Kunden im vierten Quartal 2023 ähnlich wie im Euroraum insgesamt merklich zugenommen. Auch in

Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland^{*)}

% p. a., monatlich



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

Deutsche Bundesbank

Deutschland wurden vor allem kurzfristige Termineinlagen aufgebaut, wobei der größte Beitrag auf die privaten Haushalte entfiel, die ihre Guthaben in noch größerem Umfang als in den Vorquartalen aufstockten. Gleichzeitig reduzierten die privaten Haushalte ihre Guthaben an täglich fälligen Einlagen und kurzfristigen Spareinlagen weiter. Ausschlaggebend dafür dürfte die anhaltend hohe Renditedifferenz zwischen diesen Einlagearten und den kurzfristigen, marktnah verzinsten Termineinlagen gewesen sein (siehe oben stehendes Schaubild). Daneben stockten die privaten Haushalte auch ihre Bestände an längerfristigen Bankeinlagen auf, deren Verzinsung gegenüber der anderer An-

1 Für die Komponenten der Buchkredite an private Haushalte (Wohnungsbaukredite, Konsumentenkredite und sonstige Kredite) liegen seit Januar 2022 Daten vor, die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt sind (wie dies für das Aggregat bereits seit Januar 2003 der Fall ist). Die saisonbereinigte Ursprungsreihe der Wohnungsbaukredite, die im Berichtsquartal deutlich gestiegen ist, verzeichnete nach Korrektur um solche Verbriefungseffekte (für die allerdings keine Saisonbereinigung vorliegt) einen sehr geringen Abfluss.

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

Mrd €, Quartalsummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt

Position	2023	
	3. Vj.	4. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾ täglich fällig mit vereinbarter Laufzeit	- 46,3	- 10,4
bis zu 2 Jahren	72,7	83,0
über 2 Jahre	- 0,7	4,5
mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 3 Monaten	- 29,0	- 26,6
über 3 Monate	8,3	9,1
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	3,3	2,0
Wertpapierkredite	0,3	0,0
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	3,7	- 2,9
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	1,3	0,7
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	- 2,1	- 0,1
Wertpapierkredite	- 2,5	- 0,7

* 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

lageformen leicht an Attraktivität gewann. Nichtfinanzielle Unternehmen setzten den Aufbau kurzfristiger Termineinlagen im vierten Quartal 2023 ebenfalls fort, wenn auch in geringerem Umfang als im Vorquartal.

Kreditgeschäft mit Nichtbanken nochmals abgeschwächt

Im Gegensatz zur Entwicklung im Euroraum insgesamt schwächte sich das Kreditgeschäft der deutschen Banken mit inländischen Kunden im Jahresendquartal nochmals spürbar ab. Das lag zum einen daran, dass die Kredite an den inländischen Privatsektor einen Nettoabfluss verzeichneten. Verantwortlich dafür war vor allem die Tatsache, dass finanzielle Unternehmen ihre Verschuldung bei heimischen Banken merklich abbauten. Zum anderen verzeichneten die Kredite an den öffentlichen Sektor schwächere Zuflüsse als im Vorquartal.

Das Kreditgeschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen bewegte sich im Jahresendquartal dagegen nahezu seitwärts. Dabei fiel die Entwicklung in den einzelnen Laufzeitsegmenten erneut

heterogen aus. Im Gegensatz zum Euroraum bauten die nichtfinanziellen Unternehmen ihre kurzfristigen Ausleihungen bei Banken per saldo weiter ab. Dagegen nahmen die längerfristigen Ausleihungen unter dem Strich merklich zu. Das Zinssetzungsverhalten der Banken förderte die Verschiebung der Kreditnachfrage hin zu längeren Laufzeiten: Die Banken in Deutschland senkten die Zinsen für längerfristige Kredite im Quartalsverlauf spürbar und hoben die Zinsen für kurzfristige Kredite noch einmal leicht an.

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

Die insgesamt schwache Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen dürfte mehrere Faktoren widerspiegeln. Zum einen dämpften die relativ hohen Finanzierungskosten sowie die verhaltene Industrie- und Baukonjunktur und die unsicheren Wirtschaftsaussichten weiterhin die Kreditnachfrage. So berichteten die im Rahmen des BLS interviewten Banken für das vierte Quartal 2023 erneut von einer per saldo gesunkenen Kreditnachfrage, wenngleich weniger stark als im Vorquartal. Als Grund für den Nachfragerückgang führten die Banken in erster Linie den Rückgang des Mittelbedarfs für Anlageinvestitionen und den Anstieg des Zinsniveaus an.

Rückläufiger Mittelbedarf für Anlageinvestitionen und höhere Kreditzinsen als Faktoren für den Nachfragerückgang

Gleichzeitig dürfte auch die straffere Kreditangebotspolitik der Banken einen dämpfenden Einfluss auf die Kreditvergabe ausüben. Zwar haben die im BLS befragten Banken ihre Kreditrichtlinien im Firmenkundengeschäft im Berichtsquartal per saldo kaum noch gestrafft. Die insgesamt deutlichen Straffungen aus den Vorquartalen dürften die Kreditvergabe jedoch weiterhin dämpfen. Zudem gestalteten die befragten Banken ihre Kreditbedingungen in der Summe erneut restriktiver. Sie begründeten die restriktive Ausgestaltung der Vergabepolitik vor allem mit dem ihrer Ansicht nach erhöhten Kreditrisiko im Hinblick auf die gedämpfte Wirtschaftslage und die Konjunkturaussichten sowie mit branchen- und firmenspezifischen Faktoren.

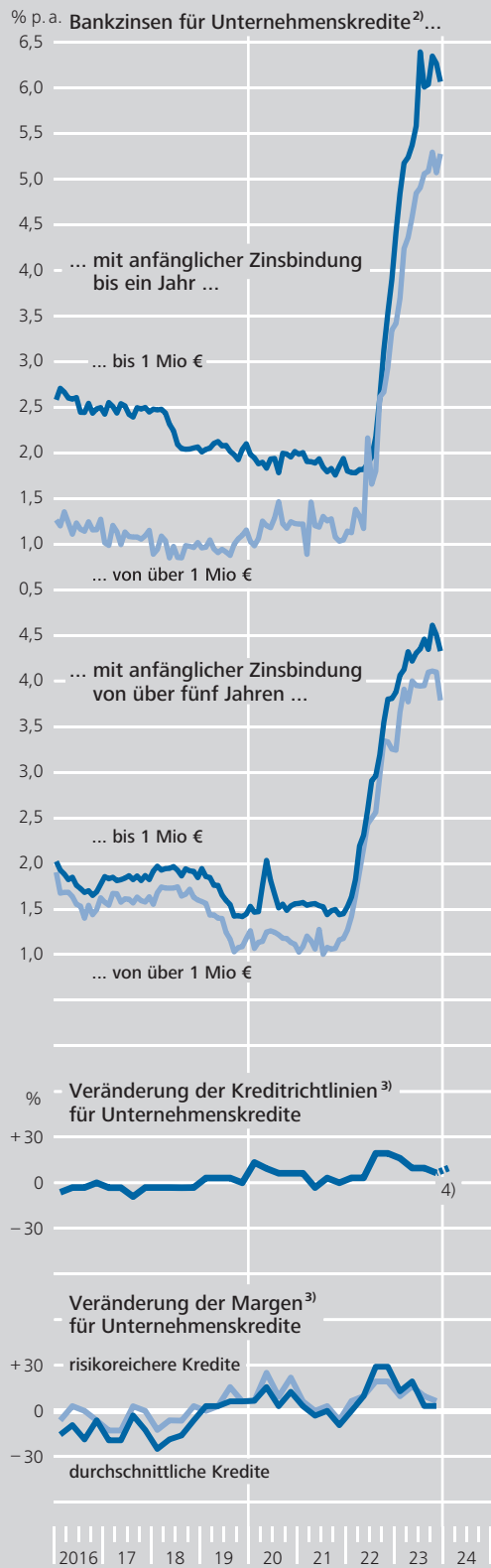
Kreditvergabe-richtlinien kaum gestrafft, Kreditbedingungen jedoch restriktiver gestaltet

Auch das Kreditgeschäft der Banken mit inländischen privaten Haushalten stagnierte im vierten Quartal. Dies lag daran, dass private Haus-

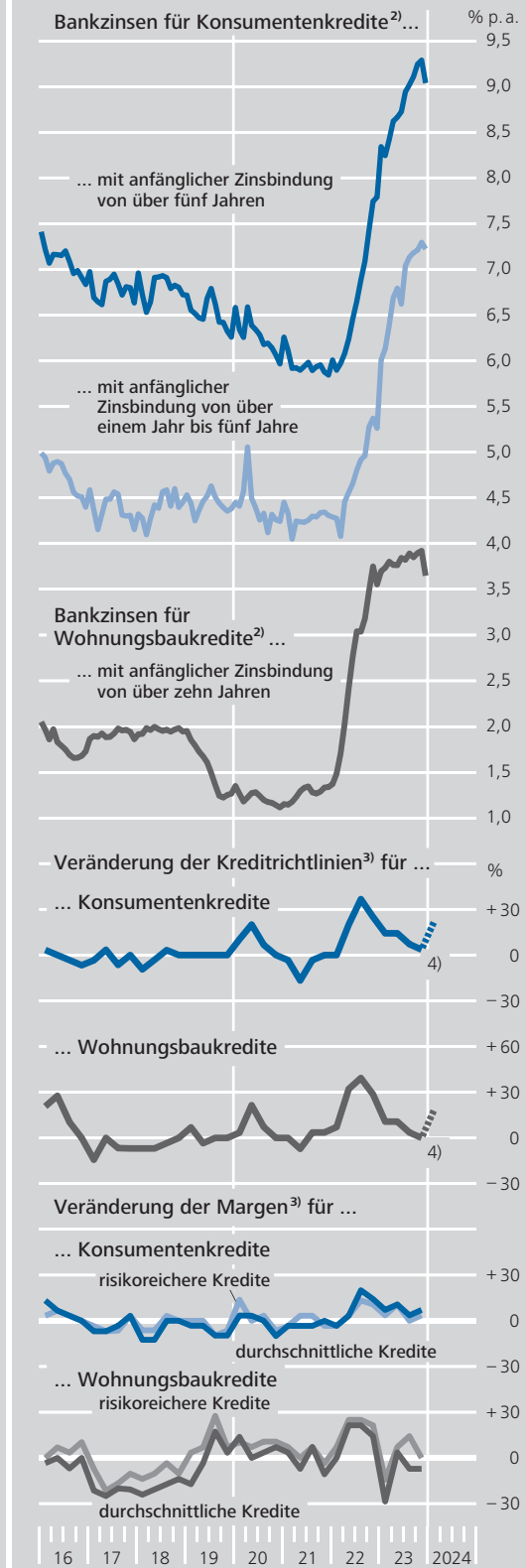
Wachstum der Wohnungsbaukredite weiter abgeschwächt

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



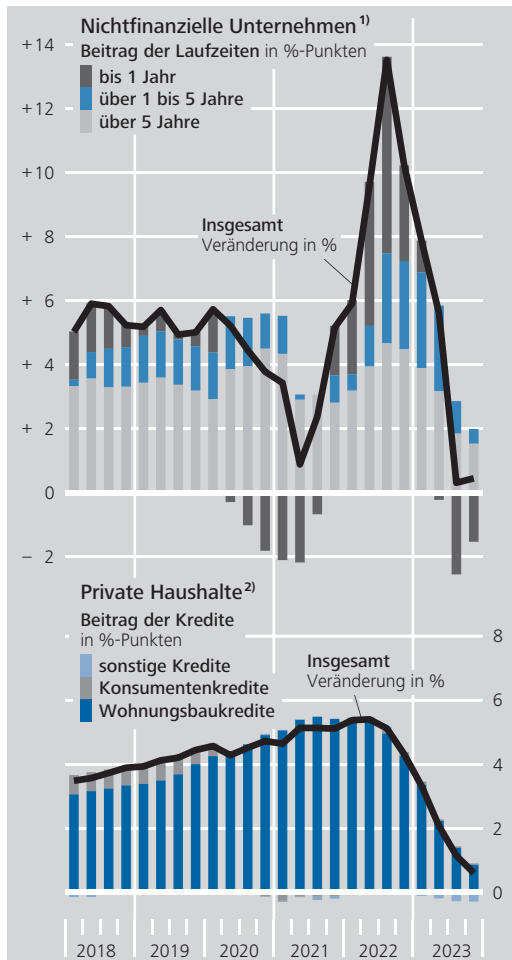
Kredite an private Haushalte¹⁾



1 Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. **2** Neugeschäft. Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. **3** Gemäß Bank Lending Survey; für Kreditrichtlinien: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ in % der gegebenen Antworten, für Margen: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich ausgeweitet“ und „leicht ausgeweitet“ und der Summe der Angaben „etwas verengt“ und „deutlich verengt“ in % der gegebenen Antworten. **4** Erwartungen für das 1. Vj. 2024.

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

halte ihre Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten unter dem Strich noch einmal leicht reduzierten und gleichzeitig ihre Bankkredite zu Konsum- und sonstigen Zwecken erneut erkennbar tilgten. Ausschlaggebend für die schwache Nachfrage in diesem Kreditsegment sind nach wie vor die hohen Finanzierungskosten und die erhöhten Baupreise. Laut MFI-Zinsstatistik sanken die Zinssätze für langfristige Wohnungsbaukredite zum Jahresende jedoch erstmals wieder und lagen Ende Dezember bei 3,65 %.

Dagegen gingen von der Kreditvergabepolitik der Banken im vierten Quartal keine zusätz-

lichen restriktiven Impulse aus. Die Kreditrichtlinien im Bereich der privaten Baufinanzierung blieben entgegen den Planungen unverändert, die Kreditbedingungen wurden sogar leicht gelockert. Die Banken begründeten die Lockerung der Bedingungen in erster Linie mit einer stärkeren Wettbewerbsintensität.

Die Kreditrichtlinien für Konsumenten- und sonstige Kredite an private Haushalte wurden dagegen laut BLS im vierten Quartal 2023 leicht restriktiv angepasst. Gleichzeitig ging die Nachfrage laut Angaben der im BLS befragten Banken etwas zurück, vor allem wegen einer gesunkenen Anschaffungsneigung der privaten Haushalte. Die Finanzierungskosten der ohnehin vergleichsweise teuren Konsumentenkredite setzten ihren Aufwärtstrend nicht mehr fort.

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

Die Leitzinserhöhungen des Eurosystems beeinflussten die Ertragslage der Banken in den vergangenen sechs Monaten insgesamt positiv. Zwar belasteten sie das zinsunabhängige Ergebnis. Dem stand aber eine merkliche Verbesserung des Zinsergebnisses gegenüber. Für die kommenden sechs Monate rechnen die Banken mit deutlich geringeren Auswirkungen der Leitzinsentscheidungen auf ihre Ertragslage als in den vergangenen sechs Monaten. Im Zuge neuer regulatorischer und aufsichtlicher Aktivitäten stärkten die Banken 2023 ihre Eigenkapitalposition weiter. Für die kommenden zwölf Monate erwarten die Banken einen Anstieg der risikogewichteten Aktiva vor allem bei durchschnittlich riskanten Krediten. Außerdem gehen sie davon aus, dass geänderte aufsichtliche und regulatorische Anforderungen Straffungen ihrer Kreditrichtlinien in allen Kreditsegmenten erforderlich machen werden. Hier dürfte sich für die in Deutschland national beaufsichtigten Banken die Umsetzung der 7. Novelle der Mindestanforderungen an das Risikomanagement

Finanzierungsbedingungen für Wohnungsbaukredite insgesamt weniger restriktiv

Nachfrage nach Konsumenten- und sonstigen Krediten erneut rückläufig

Zugang der deutschen Banken zu Einlagen verschlechtert

Banken erwarten Straffungen ihrer Kreditrichtlinien aufgrund aufsichtlicher und regulatorischer Anforderungen

(MaRisk) niederschlagen. Diese sieht seit dem 1. Januar 2024 die verpflichtende Einhaltung zusätzlicher und zum Teil strengerer Vorgaben für die Kreditvergabe und -überwachung vor. Dazu gehören auch Vorgaben zum Thema Nachhaltigkeit. Für die dem Single Supervisory Mechanism unterworfenen Banken gibt es analoge Vorgaben von der EZB.

Die Entwicklung der beim Eurosystem gehaltenen Überschussliquidität hatte laut Angaben der Banken in den letzten sechs Monaten keinen nennenswerten Einfluss auf ihre Kreditvergabe. In den kommenden sechs Monaten wird sich dies laut Bankangaben voraussichtlich auch nicht ändern.

Entwicklung der Überschussliquidität ohne nennenswerten Einfluss auf Kreditvergabe