

# »» Kreditmärkte im Euroraum: heterogen aber gesund

Nr. 199, 8. März 2018

Autor: Dr. Sebastian Wanke, Telefon 069 7431-9784, research@kfw.de

Nach der Finanzkrise befand sich im Euroraum das Kreditneugeschäft mit Unternehmen im Abwärtstrend. Selbst als sich die Konjunktur ab 2014 erholte, zeigte es zunächst kein nachhaltiges Wachstum. Doch seit rund einem Jahr belebt sich das Kreditneugeschäft wieder und verleiht dem Aufschwung im Euroraum eine neue Qualität.

Nach wie vor gibt es auf nationaler Ebene starke Unterschiede. Während in Frankreich der Kreditboom die Aufsicht auf den Plan gerufen hat, schrumpft das Neugeschäft mit Unternehmenskrediten in Italien weiter. Das liegt dort allerdings in erster Linie – wie in Spanien – am rückläufigen Geschäft mit Großkrediten, weil Großunternehmen zu ihrer Refinanzierung verstärkt auf Eigenmittel oder direkt auf den Kapitalmarkt zurückgreifen.

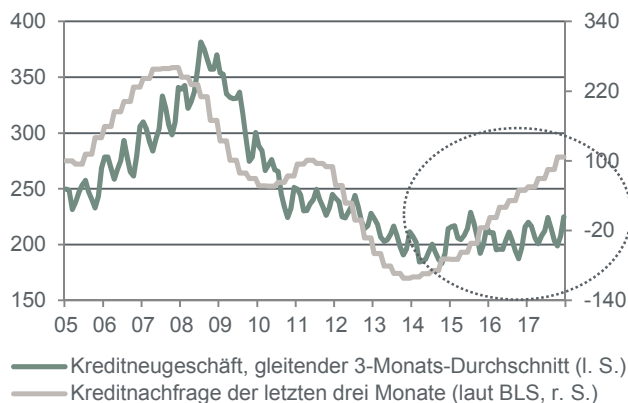
Insgesamt hat sich das Bild am Markt für Unternehmenskredite im Euroraum in den letzten Quartalen merklich aufgehellt. Und es sieht danach aus, dass diese positive Dynamik noch weiter trägt – ein gutes Zeichen für Wirtschaft und Kreditmärkte der Eurozone. Ein kleines Fragezeichen bleibt jedoch hinter den Entwicklungen in Italien.

## Kreditneugeschäft im Euroraum wächst wieder

Das Kreditneugeschäft mit nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften (NFC) war im Euroraum nach der Finanzkrise lange rückläufig. Auf eine Wiederbelebung ab Mitte 2014 folgte nur rund ein Jahr später eine erneute Schwächephase (Grafik 1).

### Grafik 1: Kreditneugeschäft und Kreditnachfrage laut BLS im Euroraum

Neugeschäft mit nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften (NFC) in Mrd. EUR, NFC-Kreditnachfrage als kumulierte prozentuale Nettosalde laut BLS (1. Quartal 2005=100), jeweils auf Quartalsbasis



Quelle: EZB, eigene Darstellung

Dies nährte Zweifel an der Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung der Währungsunion sowie dem Funktionieren des Kreditkanals und war Anlass zu unserer Analyse vom Dezember 2016.<sup>1</sup> Damals gaben wir einen vorsichtig optimistischen Ausblick. Nun kann konstatiert werden, dass sich das Kreditneugeschäft der Eurozone tatsächlich wieder in einem leichten Aufwärtstrend befindet (wiederum Grafik 1).

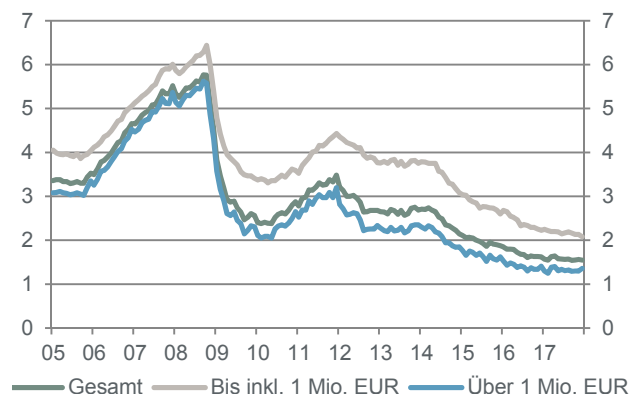
Dabei sieht es in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich aus. Das ist schon länger so. Neu ist, dass die Heterogenität durchaus als gesund bezeichnet werden kann, wenn man die Eigenheiten der nationalen Märkte berücksichtigt. Bevor wir diese näher beleuchten, sei ein allgemeiner Blick auf die Entwicklung der Angebots- und der Nachfrageseite des Marktes für Unternehmenskredite im Euroraum geworfen.

## Angebotsbedingungen verbessern sich weiter ...

Auf der Angebotsseite haben sich die Bedingungen weiter verbessert. Trotz der Ende 2016 einsetzenden vorsichtigen Zinswende bei den längeren Laufzeiten des Kapitalmarkts sind die durchschnittlichen Zinssätze für Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften in den letzten Monaten insgesamt nahezu unverändert geblieben. Bei den kleineren Kreditvolumina bis zu 1 Mio. EUR, die in der Regel von kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) nachgefragt werden, sind sie sogar nochmals gesunken (Grafik 2).

### Grafik 2: Durchschnittliche Kreditzinsen

Für Kredite mit NFC, auf Monatsbasis und in Prozent



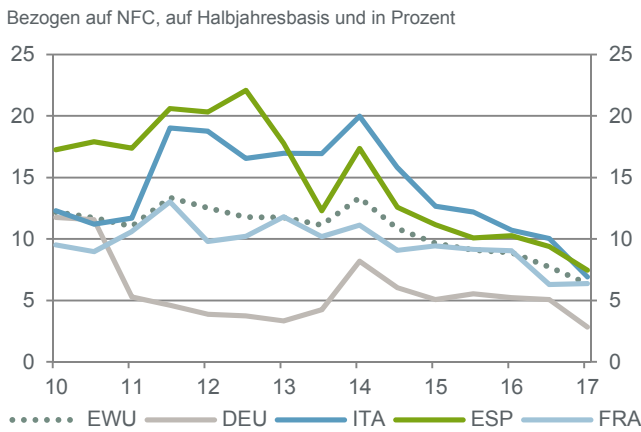
Quelle: EZB, eigene Darstellung

2018 dürfte sich diese Entwicklung angesichts der kräftigen Konjunktur im Euroraum und des begonnenen Ausstiegs der Europäischen Zentralbank (EZB) aus ihrer unkonventionellen Geldpolitik voraussichtlich umkehren. Das signalisieren auch die jüngsten Renditeanstiege bei Staatsanleihen bzw. die

Aufwärtsentwicklung der Swapsätze am Interbankenmarkt. Kurzfristig sollte dies auf die Dynamik des Kreditneugeschäfts sogar positiv wirken. Denn angesichts steigender Kreditkosten sollten Unternehmen, die perspektivisch ohnehin eine Kreditaufnahme planen, diese nun zeitnah umsetzen, um noch vom niedrigen Zinsniveau zu profitieren.

Nicht nur die Kreditkosten für die Unternehmen stellen sich aber nach wie vor sehr vorteilhaft dar. Auch die Hürden beim Kreditzugang sind laut der „Survey on Access to Finance of Enterprises“-Umfrage der EZB zuletzt weiter gesunken: Nur noch rund 6 % der befragten Unternehmen im Euroraum geben an, beim Kreditzugang auf Probleme zu stoßen (Grafik 3). Zudem wurden die Kreditkonditionen laut Bank Lending Survey (BLS) der EZB weiter gelockert.

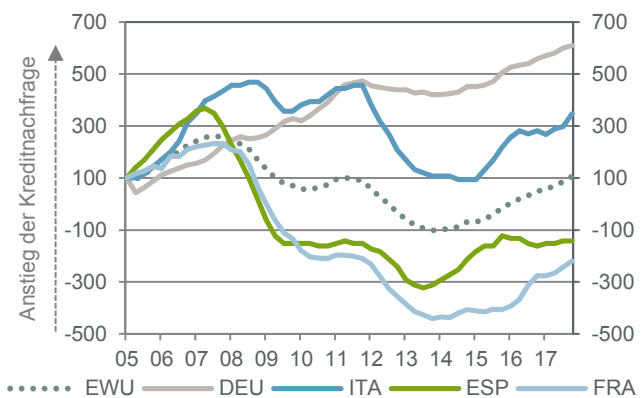
**Grafik 3: Survey on Acces to Finance of Enterprises: Unternehmen mit Problemen beim Kreditzugang**



Quelle: EZB, eigene Darstellung

**Grafik 4: Kreditnachfrage der letzten 3 Monate laut BLS**

Kumulierte prozentuale Nettosalde, auf Quartalsbasis (1. Quartal 2005 =100)



Quelle: EZB, eigene Darstellung

**... und die Nachfrage steigt**

Auf der anderen Marktseite zeigt der BLS, dass der Trend einer seit 2014 von den Kreditinstituten als steigend wahrgenommenen Kreditnachfrage in der Währungsunion intakt ist (Grafik 4). Bezogen auf den gesamten Euroraum deutet der – aus qualitativen Urteilen gewonnene – Nachfrageindikator des BLS sogar noch merklich Potenzial nach oben für das Kreditneugeschäft an (Grafik 1).

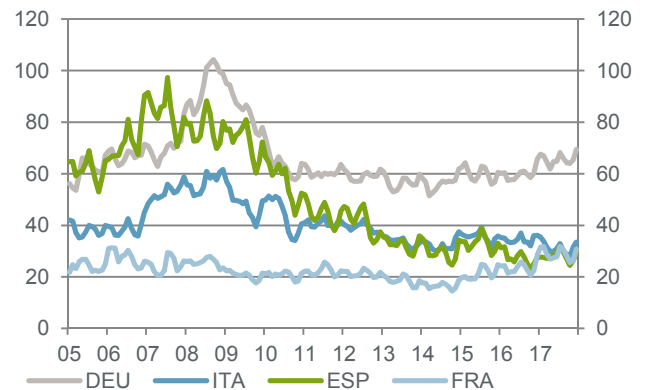
Dass sich die Lücke zwischen Indikator und tatsächlichem Kreditneugeschäft auftut und u. U. auch nicht schließen wird, mag daran liegen, dass das Kreditgeschäft kleinteiliger geworden ist. Die Kreditnachfrage zieht zwar in der Breite an, und es gehen zahlenmäßig mehr Kreditanfragen bei den Banken ein. Doch gleichzeitig sinkt die durchschnittliche bewilligte Kreditgröße. Das dürfte gerade in Spanien und Italien der Fall sein, wo die Großkreditvolumina insgesamt sinken, während die aggregierten kleineren Kredite im Volumen zulegen (s. weiter unten). Grundsätzlich bleibt jedenfalls festzuhalten, dass sich die Kreditnachfrage im Euroraum offensichtlich weiterhin deutlich nach oben entwickelt.

**Entwicklung im Euroraum: heterogen aber gesund**

Wie oben angedeutet, zeichnen die Kreditmärkte der vier großen Euroländer ganz unterschiedliche Bilder. Die stärkste Dynamik weist das Kreditneugeschäft Frankreichs auf. Auch in Deutschland ist es wieder klar nach oben gerichtet (Grafik 5) – zur Entwicklung hier zu Lande veröffentlichen wir quartalsweise unseren „Kreditmarktausblick“<sup>2</sup>, weshalb wir in dieser Publikation auf eine nähere Analyse des deutschen Marktes verzichten. In Spanien und Italien schließlich sind insgesamt eher Seitwärtsbewegungen zu beobachten.

**Grafik 5: Kreditneugeschäft in den großen Euroländern**

Mit NFC, auf Monatsbasis und in Mrd. EUR



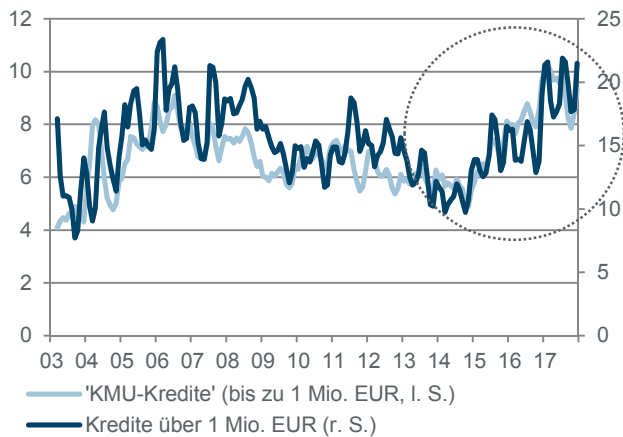
Quelle: EZB, eigene Darstellung

**Frankreich: Kreditboom ruft Aufsicht auf den Plan**

Die kräftigste Entwicklung beim Kreditneugeschäft mit nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften zeigt sich in Frankreich. Seit Ende 2014 ist diese bei den kleineren wie auch bei den größeren Krediten stark nach oben gerichtet (Grafik 6). Hierzu ist einschränkend zu sagen, dass der französische Markt für Neukredite unter den großen vier Euroländern vor Beginn seines jüngsten Höhenflugs der mit Abstand kleinste war (Grafik 5). Ein Grund für dessen relativ geringe Größe ist, dass Frankreichs Wirtschaft viel stärker als die übrigen Staaten des Euroraums von Großunternehmen geprägt ist, die sich hauptsächlich über den Kapitalmarkt refinanzieren. Der Bestand an ausstehenden Wertpapieren (ohne Aktien) der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften ist in Frankreich fast genauso hoch wie in allen übrigen Staaten der Eurozone zusammen und z. B. fast 18-mal größer als in Spanien. Nichtsdestotrotz hat mittlerweile das französische Kreditneugeschäft das spanische und italienische eingeholt (Grafik 5).

**Grafik 6: Neugeschäft nach Kreditgröße in Frankreich**

Mit NFC, gleitender 3-Monats-Durchschnitt (auf Monatsbasis), in Mrd. EUR



Quelle: EZB, eigene Darstellung

Dies hat dazu beigetragen, dass der Schuldenstand französischer Unternehmen zuletzt – entgegen dem Trend im Euro-Raum – spürbar zugenommen hat.<sup>3</sup> Das hat die französische Finanzaufsicht auf den Plan gerufen: Der „Haut Conseil de Stabilité Financière“ (HCSF) hat im Dezember eine makroprudenzielle Maßnahme beschlossen, um den Finanzsektor vor den negativen Folgen einer Überschuldung einzelner Unternehmen zu schützen: Die drei systemrelevanten Banken des Landes (Société Générale, BNP Paribas, Groupe Crédit Agricole) sollen ihr Engagement gegenüber den am höchsten verschuldeten Großunternehmen auf maximal 5 % ihres Eigenkapitals begrenzen. Das sind laut Medienberichten ca. 10 von insgesamt 250 französischen Großunternehmen. Zu dieser Maßnahme wird nun auf die Zustimmung der europäischen Behörden gewartet. Deren Inkrafttreten ist für die Jahresmitte geplant.<sup>4</sup>

Trotz – oder gerade wegen – des Einschreitens der Aufsicht überwiegt bei der Entwicklung des französischen Kreditmarkts das Positive. Denn bisher ist die Zahl der Großunternehmen, die sich nach HCSF-Ansicht dem Risiko einer nicht nachhaltigen Verschuldung ausgesetzt haben, niedrig. Die Behörde ist also frühzeitig eingeschritten, was den Erfolg ihrer Maßnahme wahrscheinlich macht. Zudem erreichen die Kredite die für die Breite der Konjunkturerholung so wichtigen KMU. Das verdeutlicht der grundsätzliche Aufwärtstrend der Kredite bis zu 1 Mio. EUR (Grafik 6). Ferner findet die Zunahme des Kreditneugeschäfts vor dem Hintergrund kräftig steigender Unternehmensinvestitionen statt, die wiederum Voraussetzung für einen länger tragenden realwirtschaftlichen Aufschwung sind. Und schließlich sind die im letzten Sommer noch so hohen Wachstumsraten der Großkreditvolumina aktuell schon wieder rückläufig. Sie notierten im Schlussquartal 2017 mit 14 % gegenüber dem Vorjahr wieder auf relativ unproblematischen Niveaus.

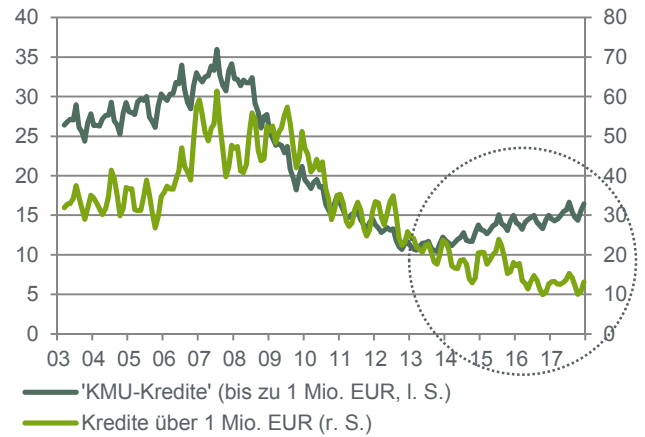
**Spanien: Schere zwischen Klein- und Großkrediten**

Im letzten Fokus zu den Kreditmärkten der Eurozone vor gut einem Jahr hatten wir ein Fragezeichen hinter Spanien gesetzt. Der Grund: Die Schere, die sich bei den Krediten bis zu 1 Mio. EUR und solchen darüber auftut. Diese hat sich zu-

letzt sogar noch geweitet: Während das Neugeschäft mit den kleineren Krediten weiter nach oben strebt, befindet sich das mit den größeren bestenfalls in einer Bodenbildung.

**Grafik 7: Neugeschäft nach Kreditgröße in Spanien**

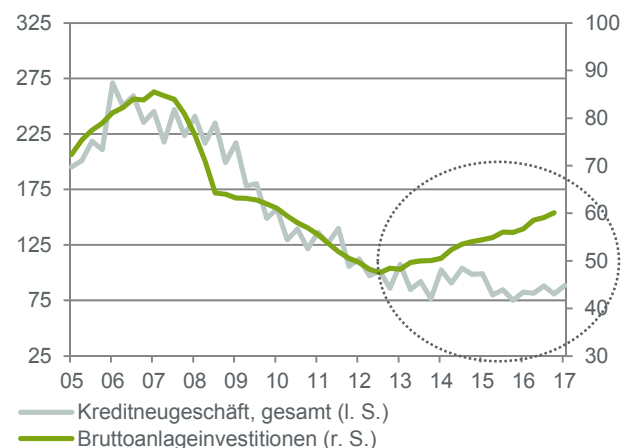
Mit NFC, gleitender 3-Monats-Durchschnitt (auf Monatsbasis), in Mrd. EUR



Quelle: EZB, eigene Darstellung

**Grafik 8: Kreditneugeschäft und Investitionen in Spanien**

Kreditneugeschäft mit NFC und nominale Bruttoanlageinvestitionen, jeweils auf Quartalsbasis und in Mrd. EUR



Quellen: Eurostat, EZB, eigene Darstellung

Heute können wir das Fragezeichen hinter Spanien durch ein Ausrufezeichen ersetzen. Die beobachtbare Entwicklung ist ganz offensichtlich eine gesunde. Denn erstens ist die Aufwärtsbewegung beim Geschäft mit den KMU-Krediten intakt (Grafik 7). Das spricht an sich schon für eine solide und breite Erholung der spanischen Wirtschaft. Diese zeigt sich außerdem in den übrigen Konjunkturindikatoren: Der Aufschwung der spanischen Ökonomie geht mittlerweile in sein fünftes Jahr. Zweitens greifen spanische Großunternehmen zu ihrer Refinanzierung seit einigen Jahren verstärkt auf die Ausgabe von Wertpapieren zurück (Grafik 10). Und drittens nutzen sie angesichts des fortgesetzten Aufschwungs offensichtlich zunehmend interne Mittel – auch um ihre Schuldenstände, die vor der Finanzkrise stark aufgebläht waren, weiter zu reduzieren.<sup>5</sup> Anders ist auch nicht die zweite Schere zu erklären, die sich für Spanien auftut: jene zwischen Bruttoanlageinvestitionen, die seit 2013 stetig steigen, und dem Kreditneugeschäft nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften,

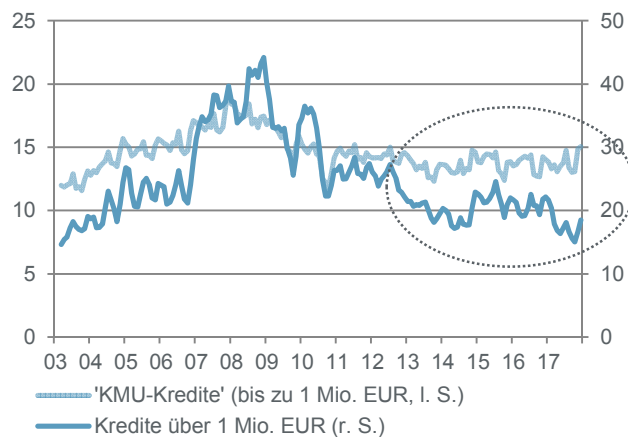
das sich seitdem insgesamt nur seitwärts bewegt (Grafik 8).

**Italien: auf Spaniens Fährte?**

Ein ähnliches Bild wie für Spanien zeigt sich für Italien. Auch hier klaffen die Entwicklungen bei kleineren und größeren Neukrediten auseinander. Der Unterschied: Am italienischen Markt hat sich die Diskrepanz nicht so stark ausgebildet wie auf der iberischen Halbinsel. Das liegt vor allem an der eher gedämpften Dynamik bei den KMU-Krediten. Doch seit Mitte letzten Jahres öffnet sich auch hier die Schere deutlicher. Und bei anziehender Konjunktur inklusive steigender Unternehmensinvestitionen gibt es Hoffnung, dass Italien dem Muster Spaniens folgt. Tatsächlich ist die Argumentation der italienischen Notenbank Banca d'Italia analog zur oben für Spanien ausgeführten: Die Schwäche der Großkredite sei damit zu erklären, dass die italienischen Großunternehmen zu ihrer Refinanzierung verstärkt direkt auf den Kapitalmarkt (Grafik 10) und die Nutzung von Eigenmitteln zurückgriffen.<sup>6</sup> Insofern ist auch hier der Rückgang des Neugeschäfts mit Großkrediten aus Sicht der Unternehmen sowie der Volkswirtschaft unproblematisch, wenn nicht gar begrüßenswert.

**Grafik 9: Neugeschäft nach Kreditgröße in Italien**

Mit NFC, gleitender 3-Monats-Durchschnitt (auf Monatsbasis), in Mrd. EUR



Quelle: EZB, eigene Darstellung

**Grafik 10: Ausstehende Wertpapiere (ohne Aktien)**

Von NFC, auf Monatsbasis und in Mrd. EUR



Quelle: EZB, eigene Darstellung

**Gute Aussichten für das Kreditneugeschäft im Euroraum**

Seit Ende 2016 belebt sich das Kreditneugeschäft des Euroraums wieder. Dabei sind deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Märkten innerhalb der Währungsunion festzustellen. Während in Frankreich ein Kreditboom herrscht und in Deutschland das Neugeschäft solide wächst, ist die Entwicklung in Spanien und Italien klar schwächer. Aber dort wird jeweils eine kräftige Entwicklung bei den kleineren Darlehen durch ein schwaches Geschäft mit Großkrediten kaschiert. Letzteres resultiert aber nur daraus, dass sich die Großkredite nachfragenden Unternehmen immer stärker über den Kapitalmarkt und Eigenmittel refinanzieren. Mit zu hohen Kredithürden oder einer zu schwachen Konjunktur, die Kreditaufnahme bzw. kreditfinanzierte Investitionen unattraktiv machen würde, ist dieses Phänomen nicht zu erklären.

Vor dem Hintergrund des kräftigen, breit angelegten Konjunkturaufschwungs der Eurozone (KfW Research prognostiziert ein reales BIP-Wachstum von 2,4 % für 2018) ist davon auszugehen, dass auch dieses Jahr das Kreditneugeschäft im Währungsraum solide wachsen wird. Wenn das Wachstum gedämpfter als in früheren Zeiten ausfällt, dann weil sich insbesondere Großunternehmen verstärkt alternativ refinanzieren. Das ist dann als gesund zu bezeichnen, wenn durch vermehrten Eigenmitteleinsatz relativ hoch verschuldete Unternehmen ihre Schuldenstände senken können – wie in Spanien und in Italien in den letzten Jahren geschehen und nach wie vor beobachtbar. ■

<sup>1</sup> Vgl. Wanke, S. (2016), Kreditmärkte Eurolands: Mühsam ernährt sich das Eichhörnchen, Fokus Volkswirtschaft Nr. 152, KfW Research.

<sup>2</sup> Die gesammelten Kreditmarktausblicke finden sich hier: [www.kfw.de/kreditmarktausblick](http://www.kfw.de/kreditmarktausblick)

<sup>3</sup> Vgl. Haut Conseil de Stabilité Financière (2017), Rapport „État des lieux de l'endettement des agents privés non financiers“, veröffentlicht am 15.12.2017, S. 4.

<sup>4</sup> Banque de France (2017), Interview de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, BFM Business, 18.12.2017, S. 2.

<sup>5</sup> Vgl. auch hierzu z. B.: Haut Conseil de Stabilité Financière (2017), Rapport „État des lieux de l'endettement des agents privés non financiers“, veröffentlicht am 15.12.2017, S. 4.

<sup>6</sup> Vgl. Banca d'Italia (2018), Economic Bulletin, January 2018, S. 29.