

»» Kreditmärkte Eurolands: Mühsam ernährt sich das Eichhörnchen

Nr. 152, 29. Dezember 2016

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

Der zentrale Kanal für die Geldpolitik ist der Kreditkanal und hier vor allem der Kanal zu den nicht-finanziellen Unternehmen. Nur wenn dieser funktioniert, ist gewährleistet, dass die Maßnahmen der Notenbank ihre gewünschte Wirkung in der Realwirtschaft entfalten können. Während über weite Strecken in den Jahren 2014 und 2015 erstmals seit der Finanzkrise ein stark wachsendes Kreditneugeschäft im Euroraum zu beobachten war, hat sich diese Dynamik in den letzten Quartalen wieder verflüchtigt. Das Kreditneugeschäft ernährt sich also mühsam wie ein Eichhörnchen – in einer Zeit, in der auf einen Schub zwecks Konjunkturbelebung gehofft wird.

Die Entwicklungen in den einzelnen Ländern des Euroraums sind dabei sehr heterogen. Relativ gut sieht es in Deutschland und Frankreich aus; eher ernüchternd – aus unterschiedlichen Gründen – in Italien, Spanien, Portugal und Griechenland. Dabei ist gerade in Italien, dem zweitgrößten Kreditmarkt der Eurozone, obendrein das Wirtschaftswachstum schwach. Helfen würden hier u. a. ein Abbau des hohen Bestands an notleidenden Krediten in den Bankbilanzen, um wieder mehr Raum für Neukreditvergabe und Wirtschaftsdynamik zu schaffen.

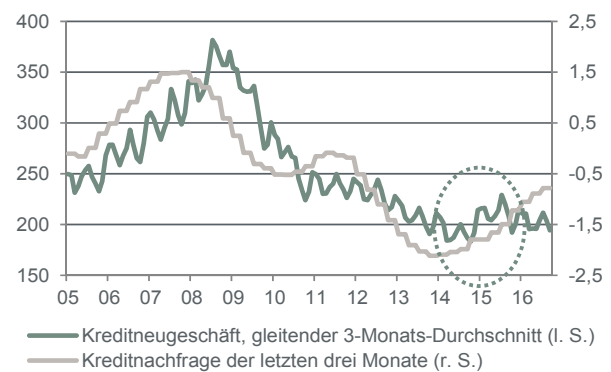
Allgemein dürfte eine Stärkung des Bankensektors zu einem noch besseren Funktionieren des Kreditkanals führen. Aktuell profitieren die Kreditinstitute von der wieder steileren Zinsstrukturkurve. Perspektivisch wäre vor allem eine Reduzierung der Zahl notleidender Kredite in den Bilanzen der – vor allem italienischen – Banken einer höheren Dynamik am Kreditmarkt förderlich.

Kreditneugeschäft in Euroland zuletzt ohne Esprit

Das Kreditneugeschäft mit nicht-finanziellen Unternehmen war in der Eurozone seit der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers 2008 und bis Mitte 2014 im Trend rückläufig. Dann setzte vor dem Hintergrund einer Konjunkturerholung, rekordniedriger Zinsen sowie diverser unkonventioneller Maßnahmen der EZB ein spürbares Wachstum beim Kreditneugeschäft ein. Dieses kehrte sich aber in der zweiten Hälfte 2015 erneut um. Zuletzt bewegte es sich in etwa seitwärts (Grafik 1). In diesem Zusammenhang ist es interessant zu beleuchten, welche die Gründe für die jüngste Schwäche sind. Denn hiervon hängen einerseits die Einschätzung über die weitere Entwicklung ab und andererseits mögliche zu ergreifende Maßnahmen vonseiten der Geld- oder allgemeinen Wirtschaftspolitik. Die Antwort auf diese Frage – so viel schon vorweg – ist allerdings weder trivial noch eindeutig.

Grafik 1: Kreditneugeschäft im Euroraum und Kreditnachfrage laut BLS

Kreditneugeschäft in Mrd. EUR, Kreditnachfrage als kumulierte Saldenwerte



Quelle: EZB, eigene Darstellung

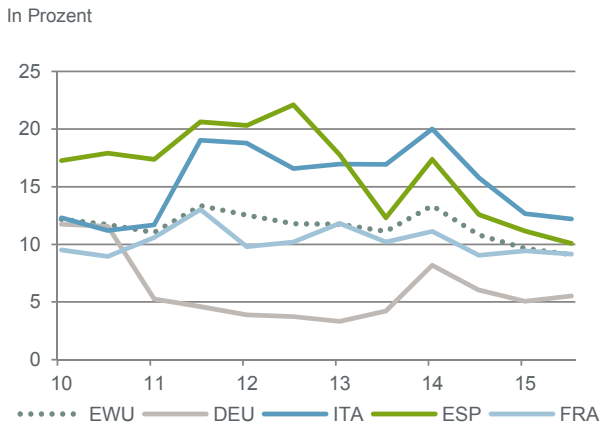
Angebotsseitig ist zunächst auf die niedrigen Kreditzinsen zu verweisen, die sowohl für Großunternehmen als auch kleine und mittlere Betriebe so tief notieren wie niemals zuvor. Gleichzeitig berichten laut der halbjährlichen EZB-Umfrage „Survey on Access to Finance of Enterprises“ auf die gesamte Eurozone bezogen so wenige Unternehmen wie noch nie seit 2010 von Problemen beim Kreditzugang (Grafik 2). Vor allem seit 2013 zeigt sich hier für alle Unternehmensgrößen Entspannung. In abgeschwächtem Maß ist ein solcher Trend laut „Bank Lending Survey“ (BLS) überdies für die Kreditrichtlinien, die den groben Rahmen für die Kreditvergabe festlegen, beobachtbar. Auch diese wurden in den letzten Jahren im Euroraum insgesamt wieder leicht gelockert (Grafik 3). Die auf die konkreten Verträge angewendeten Kreditbedingungen wurden laut BLS sogar noch merklicher entschärft. Zusammengenommen zeigt sich hier seit 2014 bis an den aktuellen Rand ein tendenziell freundliches Bild.

Nachfrageseitig stehen weniger Indikatoren zur Verfügung. Hier kann ebenfalls auf den BLS zurückgegriffen werden, in dessen Rahmen die Banken des Euroraums quartalsweise ihre Einschätzung zur Entwicklung der Kreditnachfrage abgeben. Diese wird seit 2014 als steigend wahrgenommen. Die Dynamik, die dieser – allerdings rein qualitative – Indikator anzeigt, erscheint zudem stärker als die Lockerung der oben beschriebenen Kreditstandards (Grafiken 1 und 4).

Insgesamt entwickeln sich folglich die Bedingungen an den Kreditmärkten seit 2014 im Trend vorteilhaft. Sie würden sogar eine höhere Dynamik beim Kreditneugeschäft nahelegen. Dass sich diese derzeit nicht zeigt, mag zum Teil an Nachlaufeffekten liegen, da zwischen Anbahnung eines Kre-

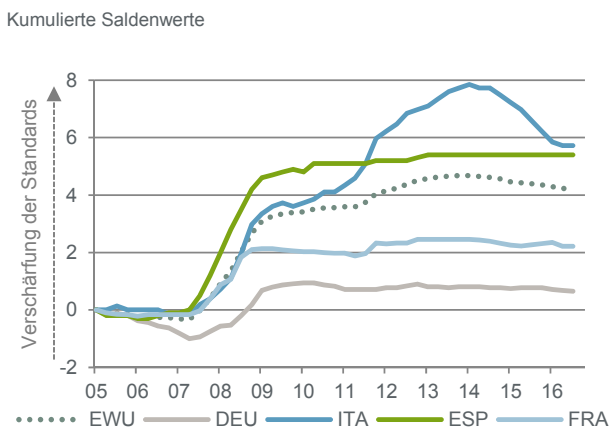
dits und seiner Vergabe immer eine gewisse Zeit verstreicht. Ein Grund dürfte ferner sein, dass die Kreditvergabefähigkeiten der Banken der Eurozone momentan gehemmt sind aufgrund einer – durch diverse Faktoren (wie Altlasten oder zunehmende Regulierung) bedingten – relativ schwachen Gewinnsituation. Um diese These näher zu beleuchten, lohnt ein Blick auf die einzelnen Länder des Euroraums.

Grafik 2: Survey on Acces to Finance of Enterprises: Unternehmen mit Problemen beim Kreditzugang



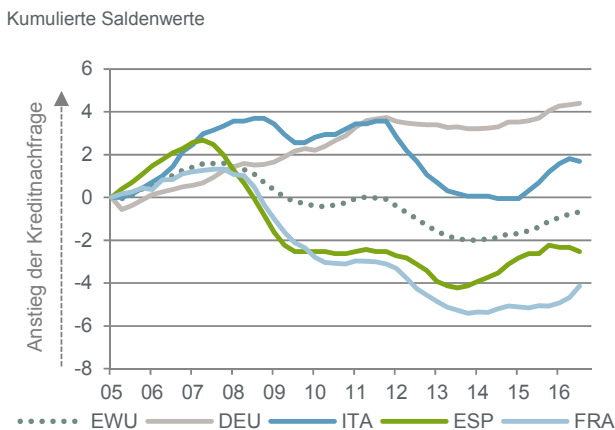
Quelle: EZB, eigene Darstellung

Grafik 3: Kreditrichtlinien der letzten 3 Monate laut BLS



Quelle: EZB, eigene Darstellung

Grafik 4: Kreditnachfrage der letzten 3 Monate laut BLS

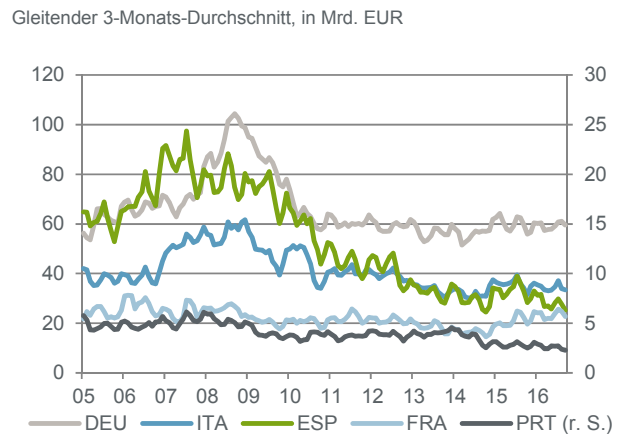


Quelle: EZB, eigene Darstellung

Einmal mehr: ein Kessel Buntes aus der Eurozone

Unter den großen Euroländern zeigt sich beim Kreditneugeschäft ein gespaltenes Bild: Auf der einen Seite sticht Frankreich mit einem seit Mitte 2014 dynamischen Wachstum hervor, wobei der französische Markt der kleinste unter den „großen Vier“ ist (Grafik 5). Deutschland, dessen Unternehmen auch auf eine reichliche Ausstattung an Eigenmitteln zur Finanzierung zurückgreifen können, und Italien weisen ebenfalls seit 2014 einen leichten Aufwärtstrend beim Kreditneugeschäft auf. Dieser verläuft allerdings ziemlich flach. Und am aktuellen Rand, im dritten Quartal 2016, lag das Neugeschäft mit nicht-finanziellen Unternehmen in Deutschland knapp (-0,2 %) und in Italien sogar spürbar (-2,1 %) unter den Vorjahreswerten. Das ist jedoch nichts gegenüber dem Minus in Spanien, wo das Neugeschäft mit rund -23 % gegenüber dem Vorjahr förmlich eingebrochen ist. Portugal sieht sich einer ähnlichen Entwicklung gegenüber (-15 %). In Griechenland erfolgt derzeit auf extrem niedrigem Niveau – und bei spärlicher Datenlage – immerhin eine Bodenbildung.

Grafik 5: Kreditneugeschäft



Quelle: EZB, eigene Darstellung

Spanischer Sonderweg

Ein besonderes Fragezeichen steht hinter Spanien, dessen Kreditmarkt sogar in sich gespalten ist. Das Neugeschäft mit Krediten bis zu 1 Mio. EUR, das vor allem von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in Anspruch genommen wird, zeigt seit 2013 einen soliden Aufwärtstrend. Es lag im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr leicht im Plus. Dagegen sackt das Neugeschäft mit Krediten über 1 Mio. EUR seit Mitte 2015 ab und notierte im abgelaufenen Vierteljahr knapp 40 % unter dem Vorjahresniveau (Grafik 6).

Das irritiert umso mehr angesichts des wieder hohen und stabilen Wirtschaftswachstums Spaniens. Dieses liegt seit zweieinhalb Jahren regelmäßig pro Quartal bei annualisierten realen Raten zwischen 2 und 4 % im Vergleich zum Vorquartal. Ein solcher Fall eines Wirtschaftswachstums ohne Kreditwachstum hat Seltenheitswert. Zum Teil mag das Phänomen des Rückgangs der Großkreditvergabe damit erklärt werden, dass das Niedrigzinsumfeld mit seinen sich einengenden Spreads hervorragende Bedingungen für die Begehung von Unternehmensanleihen geschaffen hat. Der Be-

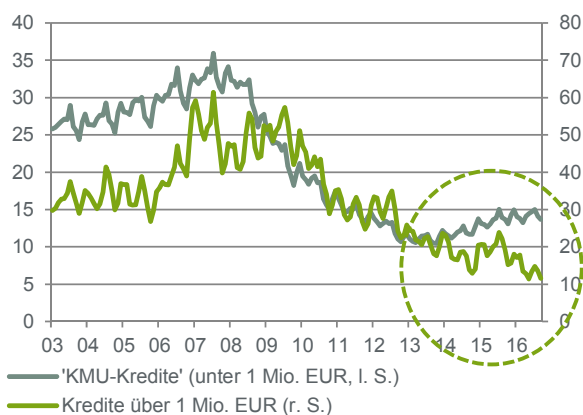
stand an umlaufenden Unternehmensanleihen lag in Spanien im abgelaufenen Quartal tatsächlich 13 % über dem des Vorjahres – so stark wuchs kein anderer Markt unter den vier großen Euroländern.

Die Banco de España, die nationale Notenbank Spaniens, verweist in diesem Zusammenhang in ihren Analysen darauf, dass es für spanische Großunternehmen – u. a. aufgrund des EZB-Kaufprogramms für Unternehmensanleihen – derzeit tatsächlich sogar günstiger ist, sich am Kapitalmarkt zu finanzieren als über Bankkredite. Folglich kommt auch sie zu dem Schluss, dass die aktuelle Schwäche bei den Krediten über 1 Mio. EUR – zumindest teilweise – damit erklärt werden kann, dass Unternehmen zunehmend mehr Anleihen begeben und die Kreditaufnahme durch Wertpapieremissionen substituieren.¹

Doch in Spanien lag das monatliche Neugeschäft mit Großkrediten in den letzten zwölf Monaten durchschnittlich um rund das 17-fache höher als die monatliche Emission von Wertpapieren des spanischen Unternehmenssektors. Demnach wird die rückläufige Nachfrage nach Großkrediten nur zu einem geringen Teil durch die Aufnahme von Mitteln am Kapitalmarkt kompensiert.

Grafik 6: Kreditneugeschäft in Spanien

Gleitender 3-Monats-Durchschnitt in Mrd. EUR



Quelle: EZB, eigene Darstellung

Eine weitere Erklärung könnte im Konjunkturzyklus Spaniens begründet liegen. Nach der Rezession setzte die Erholung Ende 2013 ein. In dieser Phase mag der Bedarf an Krediten bei den Unternehmen zunächst hoch gewesen sein. Der folgende Aufschwung dürfte dann deren Liquiditätsausstattung spürbar verbessert haben, was neue Räume für den Verzicht auf Kreditfinanzierungen eröffnet – zumal Spanien sich stärker als andere Euroländer nach seiner Immobilienkrise einem allgemeinen „Deleveraging“-Prozess gegenübersteht. Zu dieser These passt, dass im spanischen „Bank Lending Survey“ die befragten Kreditinstitute seit Ende 2015 davon berichten, dass Innenfinanzierung in zunehmendem Maß auf der Kreditnachfrage der Unternehmen lastet.

Selbst wenn die Ursachen dieses Phänomens hier nicht abschließend geklärt werden können: Ein Problem für die iberische Konjunktur scheint es nicht darzustellen. Darauf deuten

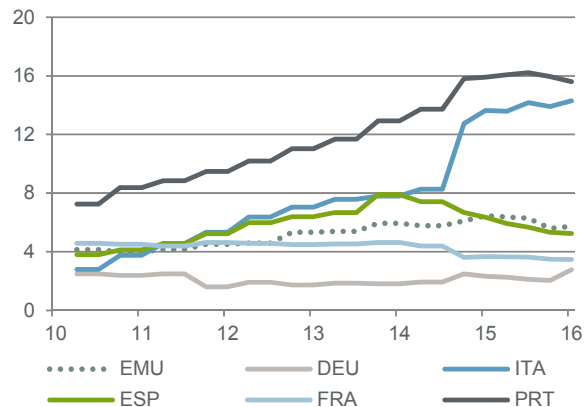
nicht nur die entsprechenden Indikatoren (wie z. B. das Economic Sentiment der EU-Kommission oder die Einkaufsmangerindizes von Markit) hin. Auch die robuste Entwicklung des Neugeschäfts mit Krediten unter 1 Mio. EUR ist hierauf ein Hinweis. Denn sie sollte Spiegelbild für die Kreditnachfrage der KMU Spaniens sein und somit für die Breite der Wirtschaftsdynamik (abermals Grafik 6).

Italienisches Risiko

In Italien liegen die Dinge beim Kreditneugeschäft anders. Einerseits sieht es dort trotz zuletzt negativer Veränderungs-raten im Vorjahresvergleich danach aus, dass grundsätzlich die leichte Aufwärtsbewegung seit 2014 intakt ist. Andererseits aber erweist sich jenseits der Alpen – ganz im Gegensatz zu Spanien – das Wirtschaftswachstum nach wie vor als nur sehr verhalten. Dahinter mag sich eine Wechselwirkung mit den sich schleppend entwickelnden Kreditmärkten verbergen. Ein Indiz hierfür ist die „SAFE“-Umfrage, nach der italienische Unternehmen seit Jahren über – im Vergleich zur gesamten Eurozone – überdurchschnittlich hohe Hürden beim Kreditzugang klagen (Grafik 2). Mehr als doppelt so häufig wie deutsche Firmen geben italienische an, auf dem Weg zum Neukredit auf Hindernisse zu stoßen. Es ist naheliegend, dass dahinter auch die Last der notleidenden Kredite in den Bilanzen des Bankensektors Italiens steckt. Anders als Spanien hat Italien diese Herausforderung noch nicht erfolgreich angegangen (Grafik 7).

Grafik 7: Anteil notleidender Kredite an den Gesamtkrediten

In Prozent



Quelle: EZB, eigene Darstellung

Mühsam ernährt sich das Eichhörnchen – mehr Dynamik bei weniger Altlasten möglich

Es kann festgehalten werden, dass sich die Belegung des Kreditneugeschäfts in der Eurozone als einigermaßen mühsam erweist. Grundsätzlich ist trotzdem zu konstatieren, dass der Kreditkanal im gemeinsamen Währungsraum insgesamt funktioniert. Für die Einzelländer fallen die Bewertungen jedoch sehr unterschiedlich aus: Während in Frankreich und Deutschland das Neugeschäft mit Krediten trendmäßig (in unterschiedlicher Intensität) zulegt und in Spanien dessen Schwäche durch Sonderfaktoren erklärt werden kann, könnte die Entwicklung hingegen vor allem in Italien durchaus besser sein.

Unter den großen vier Euroländern haben nämlich in Italien die Unternehmen die höchsten Hürden beim Kreditzugang zu überwinden. Das dürfte wesentlich am hohen Anteil notleidender Kredite in den Bilanzen der dortigen Banken liegen. In den – deutlich kleineren – Märkten Portugals oder Griechenlands stellt sich die Situation ähnlich dar.

Förderlich für ein besseres Funktionieren des Kreditkanals wäre in diesen Ländern folglich eine Reduzierung der Zahl der von den Banken gehaltenen notleidenden Kredite. Diese sollte Mittel freimachen, die dann für Neukredite zur Verfügung stehen und bei gegebener Nachfrage auch zu zusätzlicher Kreditvergabe führen dürften.

Vorsichtiger Optimismus voraus

Im Moment hängt, wie beschrieben, das Kreditneugeschäft im Euroraum zwischen Baum und Borke. Doch die zuletzt wieder steilere Zinsstrukturkurve ist in der Tendenz gut für

die Gewinne der Banken und damit auch für deren Kreditvergabe – vorausgesetzt, der seit Herbstbeginn beobachtbare Zinsanstieg bleibt in seinem Ausmaß in der nächsten Zeit moderat.

Gleichzeitig führt die laut „Bank Lending Survey“ anziehende Kreditnachfrage im Verein mit einer (im Vergleich zum Sommer) steigenden Konjunkturstimmung zu einem vorsichtig optimistischen Ausblick für den Kreditmarkt. Für einen neuen Schub wie 2015 gibt es derzeit indes keine Anhaltspunkte.

Die größte Chance für mehr Dynamik beim Kreditneugeschäft schlummert in Italien, sollte dort die Herausforderung der notleidenden Kredite in den Bankbilanzen bewältigt werden. Aufgrund der aktuellen politischen Unwägbarkeiten jenseits der Alpen erscheint eine solche Lösung aber derzeit zumindest als schwierig. ■

¹ Vgl. Banco de España: Boletín Económico, Septiembre 2016, S. 17, 43 f.