

Unternehmensfinanzierung in Europa: Anleihen als Ersatz für Kredite?

11. Juni 2013

Die Nutzung verschiedener Fremdkapitalinstrumente durch die Unternehmen im Euroraum entwickelt sich seit dem Höhepunkt der Finanzkrise Ende 2008 in auffällig unterschiedliche Richtungen: Einerseits ist das ausstehende Volumen klassischer Bankkredite um insgesamt rund EUR 360 Mrd. gefallen (-7,4%); andererseits wurden im gleichen Zeitraum Unternehmensanleihen (d.h. langlaufende Schuldverschreibungen) netto in praktisch identischer Höhe neu emittiert (ein Anstieg des Bestands um 63%). Bedeutet dies also, dass Bankkredite, die im Zuge der weltweiten Finanzkrise, der europäischen Schuldenkrise und des weiter steigenden regulatorischen Drucks auf die Banken knapper geworden sind, schlicht durch die Finanzierung über den Kapitalmarkt ersetzt werden?

Trotz der bemerkenswerten Übereinstimmung in den Volumina wäre ein solcher Schluss jedoch etwas vorschnell.

1.) Die Finanzierung der Euroland-Firmen mittels Fremdkapital lag über die vergangenen viereinhalb Jahre netto bei null. Das stellt einen dramatischen Wandel von der starken Expansion der Vorkrisenzeit dar, als Kredite und Anleihen zusammengenommen z.B. zwischen 2004 und 2008 um durchschnittlich mehr als 10% pro Jahr wuchsen. Dieser Strukturbruch ist sowohl das Ergebnis von Veränderungen im Finanzsektor als auch der konjunkturellen Verwerfungen, durch die die europäischen Volkswirtschaften seit Anfang 2009 gehen mussten.

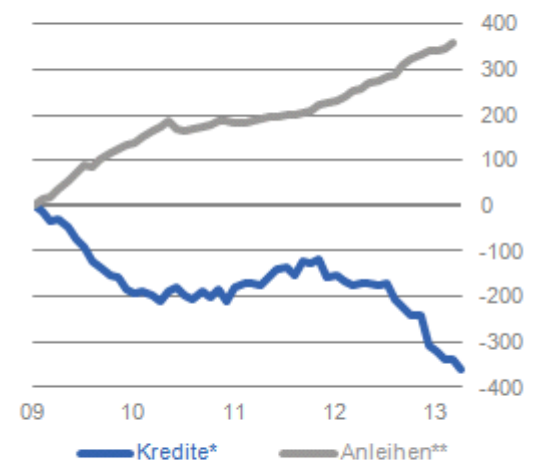
2.) Durch die Wahl des Anfangszeitpunkts entsteht ein dramatischerer Eindruck als bei einem längerfristigen Vergleich. Der Kreditbestand mit nicht-finanziellen Unternehmen im Euroraum erreichte im Januar 2009 nach einer langen Blasenbildung gerade seinen Höchststand – und auch heute ist das Volumen immer noch höher als Ende 2007 und doppelt so hoch wie 1999, zu Beginn des Euro.

3.) Hinter dem Wert für die Währungsunion insgesamt verbergen sich erhebliche Unterschiede zwischen einzelnen Ländern, und das nicht nur in der zu erwartenden Weise:

- Genau wie der Euroland-Durchschnitt steigerten auch deutsche Firmen ihr Fremdfinanzierungsvolumen nicht. Eine Zunahme bei den Anleihen und ein Rückgang bei den Krediten hielten sich praktisch die Waage. Dass deutsche Firmen nicht „besser“ abschnitten als der Rest des Währungsraums, obwohl die deutsche Volkswirtschaft in einer wesentlich besseren Verfassung war, dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich die deutschen Unternehmen dank einer guten Gewinnentwicklung in zunehmendem Maße aus dem eigenen Geschäft heraus finanzieren konnten und ihre Kreditnachfrage dementsprechend sank.
- Italienische Unternehmen verzeichneten ganz ähnliche Veränderungen in ihrer Fremdfinanzierungsstruktur wie ihre deutschen Pendanten. Angesichts der schlechten Stimmung inner- und außerhalb des Landes hielten sich beide Finanzierungskanäle dabei noch erstaunlich gut.
- Für das Bild der EWU insgesamt waren letztlich jedoch die beiden anderen großen Länder im Euro maßgeblich: Frankreich zeichnete für den Großteil (EUR 160 Mrd.) des Anstiegs im Anleihevolumen verantwortlich. Die

Finanzierungsinstrumente nicht-finanzieller Unternehmen im Euroraum

Kumulierte Bestandsveränderung in Mrd. EUR seit Januar 2009



* Einschließlich der Kredite, die in Spanien im Dez. 12 auf die nationale Bad Bank übergingen.

** Unter Berücksichtigung der Umklassifizierung von Emittenten in Deutschland im Januar 2011.

Quellen: EZB, DB Research

- Kredite stagnierten weitgehend, so dass hier wohl tatsächlich davon gesprochen werden kann, dass den Unternehmen neue Finanzmittel durch den (Fremd-)Kapitalmarkt anstelle der Banken zur Verfügung gestellt worden sind.

Zum anderen hatte die Lage in Spanien erhebliche Auswirkungen. Selbst bei Berücksichtigung des Transfers von Krediten an die „Bad Bank“ SAREB Ende des letzten Jahres brach hier das Volumen der Kredite an nicht-finanzielle Firmen in den vergangenen viereinhalb Jahren um ganze EUR 260 Mrd. (27%) ein. Zwar beinhaltet dies auch Wertberichtigungen auf Forderungen, die (vermutlich) unwiederbringlich verloren sind, doch allein die Netto-Neuvergabe von Krediten zeigt schon deutlich die großen Probleme auf, die das Ende des gewaltigen spanischen Immobilienbooms für die gesamte Volkswirtschaft und das dortige Finanzsystem mit sich brachte. Infolgedessen wollten – und konnten – spanische Unternehmen fehlende Bankkredite auch nicht durch den Gang an den Anleihemarkt ersetzen: Das Anleihevolumen bleibt in ihrem Fall weiterhin vernachlässigbar gering.

Unter dem Strich sind zwar tatsächlich in gewissem Umfang in manchen Euroländern Bankkredite durch Unternehmensanleihen ersetzt worden, jedoch haben besondere nationale Faktoren und eine Bankenbranche, die nahezu überall immer noch viel schwächer ist als vor der Krise, wahrscheinlich eine mindestens genauso wichtige Rolle gespielt.

Siehe auch:

Unternehmensanleihen in Europa: Wo stehen wir und wohin geht die Reise?



Jan Schildbach (+49) 69 910-31717

...mehr zum Research-Bereich **Banken, Finanzmärkte und Regulierung**

Aktuelle Grafiken - Archiv