

## Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Euroraum seit der Finanz- und Wirtschaftskrise

*Im Zuge der Finanzkrise hat sich die Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum insgesamt und in den vier großen Mitgliedsländern Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien im Speziellen deutlich verändert. Drei zentrale Entwicklungen waren dabei zu beobachten: Erstens erfolgte in allen betrachteten Ländern eine Verschiebung von extern aufgenommenen Finanzierungsmitteln (Außenfinanzierung) hin zu erwirtschafteten finanziellen Überschüssen (Innenfinanzierung). Diese Entwicklung ging – vor dem Hintergrund einer insgesamt eher verhaltenen Investitionstätigkeit – zum einen auf vergleichsweise schwache Zuflüsse über die Außenfinanzierung, zum anderen auf einen teils deutlichen Ausbau der Innenfinanzierung zurück, wozu wesentlich die gefallenen Zinsausgaben beitrugen. Zweitens hat sich die Außenfinanzierung insbesondere in Spanien und Italien von Fremd- zu Eigenkapital hin verlagert. In diesen Ländern kann diese Verschiebung als eine Reaktion auf die im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise beziehungsweise der europäischen Schuldenkrise aufgebauten Schuldenüberhänge interpretiert werden. Hierdurch begegneten die Unternehmen der durch eine Verschlechterung der Absatzmöglichkeiten und Vermögenspositionen gestiegenen Insolvenzgefahr. Drittens wurde die Finanzierung über Bankkredite nicht zuletzt in Italien und Spanien durch andere Verschuldungsformen wie Kredite von Nichtbanken und Schuldverschreibungen substituiert. Dahinter standen vor allem temporäre Angebotsrestriktionen seitens der Banken.*

*Die Verschiebung hin zu einem höheren Anteil der Innen- und Eigenkapitalfinanzierung in Kombination mit einer stärker diversifizierten Fremdfinanzierungsstruktur dürfte dazu beitragen, die Finanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen insgesamt weniger anfällig für temporäre finanzielle Restriktionen bei einzelnen Finanzierungsgebern, insbesondere bei Banken, zu machen. Die anvisierte Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion könnte diesen Prozess weiter vorantreiben. Für die Geldpolitik ist es im Hinblick auf die Übertragung geldpolitischer Impulse über die verschiedenen Transmissionskanäle bedeutend, ein verändertes Finanzierungsverhalten und die damit einhergehende Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen fortwährend zu beobachten und zu analysieren.*

## ■ Einleitung

*Finanzierungsbedingungen der nicht-finanziellen Unternehmen prägen die realwirtschaftliche Entwicklung ...*

Die Finanzierungsbedingungen der nichtfinanziellen Unternehmen haben maßgeblichen Einfluss auf ihr Investitionsverhalten, welches sowohl kurz- als auch langfristig von großer Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung der Volkswirtschaft ist: Die Unternehmensinvestitionen – die deutlich volatiler sind als andere Komponenten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) – prägen maßgeblich den Konjunkturverlauf und bestimmen über die Entwicklung des Kapitalstocks das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft mit.

*... und werden unter anderem von der Geldpolitik beeinflusst*

Die Finanzierungsbedingungen wiederum werden unter anderem von der Geldpolitik beeinflusst. So wirkt sich eine Veränderung des geldpolitischen Kurses auf das allgemeine Finanzierungsumfeld und damit auch auf die Finanzierungskosten der Unternehmen aus. Veränderungen der Finanzierungskosten haben wiederum einen Einfluss auf die Wirtschaftlichkeit von Investitionen und hierüber auf die Nachfrage nach Finanzierungsmitteln. Gleichzeitig können auch Restriktionen aufseiten der Kapitalgeber das Angebot an Finanzierungsmitteln für die nichtfinanziellen Unternehmen beschränken und hierüber deren Investitionstätigkeit beeinträchtigen. Das Zusammenspiel dieser Faktoren spiegelt sich schließlich in der Finanzierungsstruktur der Unternehmen wider.

*Veränderte Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum seit Finanz- und Wirtschaftskrise*

Im Zusammenhang mit der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum teils deutlich verschoben. In Anbetracht einer insgesamt eher schwachen Investitionstätigkeit traten – ungeachtet einer gewissen länderspezifischen Heterogenität – drei zentrale Entwicklungstendenzen auf:

- Erstens erfolgte eine Verschiebung von extern aufgenommenen Finanzierungsmitteln (Außenfinanzierung) hin zur Verwendung von im Zuge der Unternehmenstätigkeit erwirtschafteten Überschüssen (Innenfinanzierung).

- Zweitens hat sich die Außenfinanzierung tendenziell von Fremd- zu Eigenkapital hin verlagert.
- Drittens verloren innerhalb der Gruppe der Fremdfinanzierungsinstrumente Bankkredite gegenüber anderen Verschuldungsformen wie Krediten von Nichtbanken und Schuldverschreibungen an Bedeutung.

Diese drei Entwicklungen werden im Folgenden detailliert aufgezeigt und eingeordnet. Da sich hinter dem Aggregat des Euroraums teils unterschiedliche nationale Veränderungen verbergen, werden ebenfalls die Entwicklungen auf Länderebene beleuchtet. Die Ausführungen beschränken sich dabei auf die vier großen Mitgliedstaaten des Euroraums – Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Aufgrund ihrer ökonomischen Bedeutung decken diese vier Länder den Großteil der Veränderungen auf der Ebene des Euroraums ab und zeigen gleichzeitig bestehende länderspezifische Unterschiede auf. Primäre Datenquelle für die folgenden Ausführungen bilden die Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung. Dabei wird der Betrachtungszeitraum in zwei Perioden unterteilt: Zum einen die akute Phase der Finanz- und Wirtschaftskrise zusammen mit der sich daran anschließenden Erholung (1. Vj. 2008 bis 2. Vj. 2011), zum anderen der nachfolgende Zeitraum vom dritten Vierteljahr 2011 bis zum aktuellen Datenrand (2. Vj. 2017). Diese Aufteilung orientiert sich am Konjunkturzyklus des Euroraums und umfasst je eine volle Auf- und Abschwungphase.<sup>1)</sup> Abschließend werden mögliche makroökonomische und wirtschaftspolitische Implikationen einer veränderten Finanzierungsstruktur diskutiert.

<sup>1</sup> Zur Datierung des Konjunkturzyklus siehe: <http://cepr.org/content/euro-area-business-cycle-dating-committee>

## Theorie der Unternehmensfinanzierung

*Hauptansätze der Theorie der Unternehmensfinanzierung*

Die Theorie der Unternehmensfinanzierung unterscheidet zwei komplementäre Hauptansätze zur Erklärung des Finanzierungsverhaltens der nichtfinanziellen Unternehmen: Die Pecking-Order-Theorie und die Trade-Off-Theorie.<sup>2)</sup> Erstere postuliert, dass nichtfinanzielle Unternehmen ihre Finanzierung entlang einer Hierarchie ausrichten: Sie greifen demnach zunächst auf ihre intern generierten Zahlungsüberschüsse (Innenfinanzierung) zurück und nehmen nur dann externe Mittel in Form von Fremdkapital auf, falls die internen Mittel zur Realisierung des anvisierten Sachinvestitionsvolumens nicht ausreichen.<sup>3)</sup> Erst als letztes Mittel kommt es nach dieser Theorie zu einer Finanzierung über Eigenkapital. Die Finanzierungshierarchie wird hierbei durch die entlang der Hierarchie steigenden Kosten der Finanzierungsarten begründet, welche wiederum vor allem auf Informations- und Anreizprobleme zwischen Kapitalgebern und dem Management zurückgeführt werden.<sup>4)</sup> Eine Implikation dieses Ansatzes ist, dass nichtfinanzielle Unternehmen bei der Außenfinanzierung hauptsächlich auf Fremdkapitalinstrumente zurückgreifen.

*Eigenkapital als Puffer zur Vermeidung von Insolvenzen*

Finanzieren sich Unternehmen zum Großteil über Fremdkapital, weisen sie spiegelbildlich nur einen geringen Eigenkapitalanteil auf. Hierdurch besteht die Gefahr, dass bereits geringe Verluste den Eigenkapitalpuffer aufzehren, was in einer Insolvenz des Unternehmens enden kann. Diese Gegebenheit greift die Trade-Off-Theorie auf. Sie besagt, dass Unternehmen ein Eigenkapitalpolster aufbauen, um die Kosten einer möglicherweise anfallenden Insolvenz zu vermeiden und zugleich bei zukünftigen Investitionsentscheidungen flexibel den Fremdkapitalhebel erhöhen zu können.<sup>5)</sup> Ein Zielkonflikt entsteht bei diesem Ansatz, weil Fremdkapital wegen der steuerlichen Absetzbarkeit der Zinskosten den Eigenkapitalmitteln vorzuziehen ist. Aus der Abwägung der beiden Faktoren ergibt sich eine optimale Eigenkapitalquote. Dabei hängt die (wahrgenommene) Gefahr einer In-

solvenz stark von den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen ab, sodass die optimale Eigenkapitalquote im Zeitablauf schwanken kann.

Für Verschiebungen innerhalb der und zwischen den beiden Kategorien Fremd- und Eigenkapital können unter anderem strukturelle und institutionelle Faktoren verantwortlich sein. Hierzu zählt zum Beispiel die Größe, das Alter oder der Wirtschaftszweig eines Unternehmens.<sup>6)</sup> So sind etablierte Großunternehmen zum Beispiel leichter in der Lage, Aktien und Schuldverschreibungen an den Kapitalmärkten zu platzieren. Hingegen sind junge Kleinunternehmen tendenziell eher auf Bankkredite oder sonstige Anteilsrechte wie Geschäftsanteile und Beteiligungen angewiesen.

Neben diesen nachfrageseitigen Faktoren können grundsätzlich auch angebotsseitige Bedingungen über Veränderungen der relativen Finanzierungskosten die Wahl zwischen ver-

*Finanzierungswahl wird beeinflusst durch Struktur des Unternehmenssektors ...*

*... sowie durch angebotsseitige Bedingungen*

2 Vgl.: M. Frank und V. Goyal (2011), Trade-off and Pecking Order Theories of Debt, Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Elsevier, S. 135–202; J. Berk und P. DeMarzo (2014), Corporate Finance, 3. Auflage, Kapitel 15 und 16; sowie Deutsche Bundesbank, Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Monatsbericht, Januar 2012, S. 13 ff. Empirische Arbeiten kommen dabei zu dem Ergebnis, dass sich beide Erklärungsansätze validieren lassen. Vgl. z. B.: A. De Jong, M. Verbeek und P. Verwijmeren (2011), Firms' debt-equity decisions when the static trade theory and the pecking order theory disagree, Journal of Banking and Finance, 35 (5), S. 1303–1314.

3 Beide Theorien beschränken sich auf den Bedarf an Außenfinanzierung zur Bildung von Sachvermögen. Darüber hinaus können externe Finanzierungsmittel grundsätzlich aber auch zum Aufbau von Finanzvermögen, z. B. in der Form von Unternehmensbeteiligungen, aufgenommen werden.

4 Vgl.: S. Myers und N. Majluf (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics, 13 (2), S. 187–221. Zur Bedeutung von Informationsasymmetrien für die Finanzierung der Banken vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Bedeutung von Profitabilität und Eigenkapital der Banken für die Geldpolitik, Monatsbericht, Januar 2018, S. 29 ff.

5 Vgl.: E. Fama und K. French (2002), Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, Review of Financial Studies, 15 (1), S. 1–33.

6 Über die Profitabilität und die Form der Sachinvestitionen haben diese Faktoren wiederum ebenfalls einen Einfluss auf die relative Bedeutung von Innen-, Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung.

schiedenen Fremdkapitalinstrumenten beeinflussen. Die von den nichtfinanziellen Unternehmen zu zahlenden Zinsen hängen dabei von den Finanzierungskosten und den geforderten Risikoaufschlägen der Anbieter von Fremdkapital ab. Diese sind wiederum eng mit den bilanziellen Restriktionen und der Risikoneigung der Investoren verknüpft.<sup>7)</sup> Veränderungen dieser Faktoren oder Anpassungen der regulatorischen Rahmenbedingungen, die verschiedene Kapitalgeber in unterschiedlicher Weise treffen, können einen entscheidenden Einfluss auf deren Refinanzierungsbedingungen und die Bepreisung ihrer Mittelvergabe an die nichtfinanziellen Unternehmen haben. Hierdurch ergeben sich wiederum Auswirkungen auf die relative Attraktivität der verschiedenen Finanzierungsinstrumente, die sich letztlich in einer veränderten Nachfrage niederschlagen können. Darüber hinaus können finanzielle und regulatorische Restriktionen aufseiten der Kapitalgeber den Zugang der nichtfinanziellen Unternehmen zu gewissen Finanzierungsinstrumenten vollständig verwehren und – soweit möglich – zur Substitution durch andere Finanzierungsmittel zwingen.

## Entwicklung der Unternehmensfinanzierung

### Gesamtfinanzierung

Das Schaubild auf Seite 61 gibt einen Überblick über die Gesamtfinanzierung – unterteilt in Innen- und Außenfinanzierung – von nichtfinanziellen Unternehmen. Hierbei handelt es sich um Stromgrößen, die im Falle der Außenfinanzierung der transaktionsbedingten Veränderung des Bestandes an Verbindlichkeiten entsprechen. Die Innenfinanzierung entspringt aus der wirtschaftlichen Tätigkeit des Unternehmenssektors und entspricht der Summe aus einbehaltenen Gewinnen und dem Abschreibungsgegenwert des Kapitalstocks.<sup>8)</sup> Bei der Außenfinanzierung werden den Unternehmen von externen Kapitalgebern Mittel zugeführt, sowohl in Form von Fremd- als auch Eigenkapital. Das

Fremdkapital kann man nochmals unterteilen in Schuldinstrumente – Bankkredite, Kredite von Nichtbanken, Handelskredite und Anzahlungen, versicherungstechnische Rückstellungen und Schuldverschreibungen – sowie das übrige Fremdkapital. Aufseiten des Eigenkapitals kann zwischen börsennotierten Aktien, nicht börsennotierten Aktien und sonstigen Anteilsrechten wie Geschäftsanteilen und Beteiligungen unterschieden werden. Börsennotierte Aktien und Schuldverschreibungen werden oftmals auch unter dem Begriff Marktfinanzierung subsumiert.

Die Innenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum ist seit Ende der 1990er Jahre stetig angestiegen und lag Mitte 2017 bei 67% der Gesamtfinanzierung (siehe Schaubild auf S. 62).<sup>9)</sup> Der primäre Beitrag kam von den stetig wachsenden Abschreibungen, die über den gesamten Betrachtungszeitraum durchschnittlich mehr als 85% der gesamten Innenfinanzierung ausmachten.<sup>10)</sup> Größere Schwankungen der Innenfinanzierung im Zuge der Rezessionen der Jahre 2008/2009 und 2011 bis 2013 gingen hingegen auf Fluktuationen bei den einbehaltenen Gewinnen zurück. Seit 2008 hat sich das Wachstum der Innenfinanzierung leicht erhöht, was insbesondere auf einen beschleunigten Ausbau der einbehaltenen Gewinne zurückzuführen ist. Im Zuge dessen hat sich der Anteil der Abschreibungen an der Innenfinanzierung am aktuellen Rand auf deutlich unter 80% reduziert.

Auf Länderebene zeigt sich, dass die Innenfinanzierung im Vergleich zu den Vorkrisen-

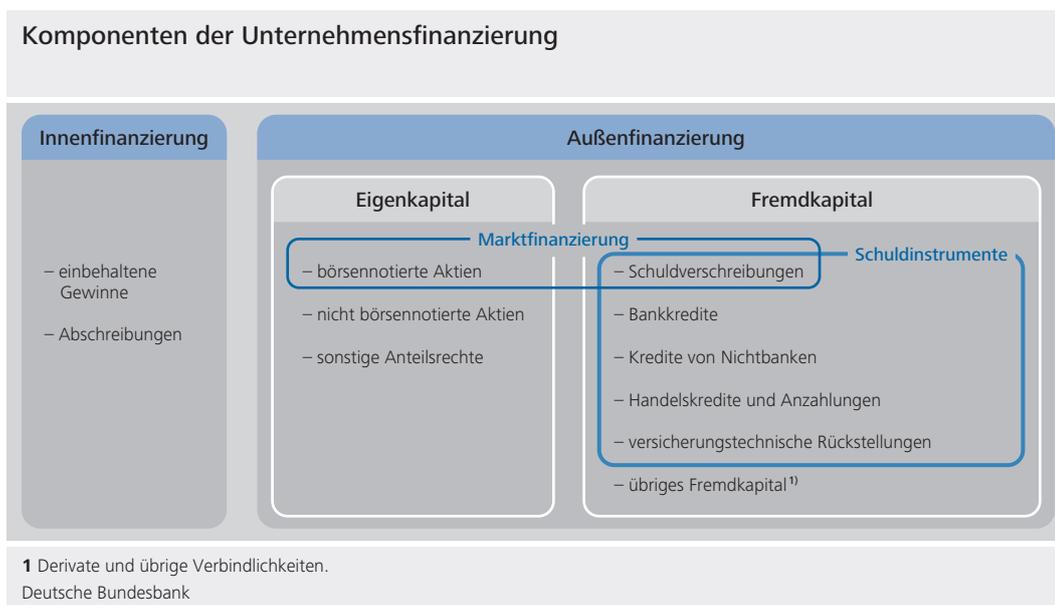
*Seit 2008  
beschleunigtes  
Wachstum  
der Innen-  
finanzierung*

<sup>7</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Bedeutung von Profitabilität und Eigenkapital der Banken für die Geldpolitik, Monatsbericht, Januar 2018, S. 29 ff.

<sup>8</sup> Die Abschreibungen auf den Kapitalstock sind Aufwendungen und somit Teil der Verkaufserlöse. Über die hierdurch generierten Zuflüsse an Zahlungsmitteln tragen sie zur Innenfinanzierung bei.

<sup>9</sup> Zur besseren Vergleichbarkeit und Bereinigung von Preiseffekten werden die Finanzierungsflüsse in Prozent der Bruttowertschöpfung dargestellt.

<sup>10</sup> Abschreibungen werden in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung stets linear berechnet. Bei einem wachsenden Kapitalstock impliziert dies ein konstantes Wachstum.



*Innenfinanzierung in Deutschland und Spanien übersteigt seit 2009 Investitionsvolumen*

jahren zwar in allen vier betrachteten Ländern ausgebaut wurde, die Anstiege in Deutschland und vor allem in Spanien aber besonders stark ausfielen. Seit Ende 2009 deckt sie in beiden Ländern die Bruttoinvestitionen vollständig ab, was – gemäß Pecking-Order-Theorie – grundsätzlich den Bedarf an externen Finanzierungsmitteln begrenzt. Dieser Überschuss der internen Mittel über die Investitionsausgaben impliziert, dass der nichtfinanzielle Unternehmenssektor, anders als gemeinhin in der makroökonomischen Theorie unterstellt, den übrigen Sektoren der Volkswirtschaft, einschließlich des Auslands, per saldo Finanzierungsmittel zur Verfügung stellte.

*In Frankreich und Italien grundsätzlicher Bedarf an Außenfinanzierung*

In Frankreich und Italien überstiegen die Bruttoinvestitionen hingegen – im Durchschnitt über den gesamten Zeitraum betrachtet – die Innenfinanzierung, wodurch prinzipiell ein Bedarf an Außenfinanzierung für Sachinvestitionen bestand. Während dies in Frankreich primär auf eine im historischen und internationalen Vergleich kräftige Investitionstätigkeit zurückzuführen war, zeigt sich hierfür in Italien eher die vergleichsweise schwache Innenfinanzierung verantwortlich. Allerdings konnten die nichtfinanziellen Unternehmen in Italien ihre Innenfinanzierung seit Mitte 2012 kontinuierlich ausbauen und deckten hiermit seit Mitte 2016 die Bruttoinvestitionen vollständig ab.

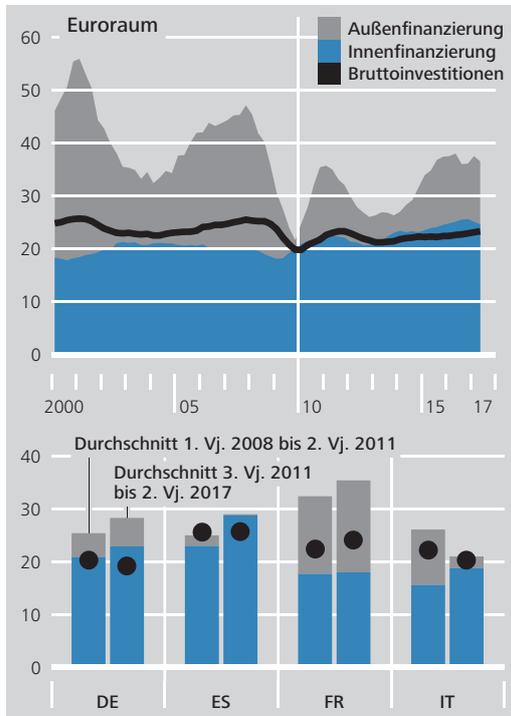
Die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum durchlief spürbar stärkere konjunkturelle Schwankungen als die Innenfinanzierung und lag am aktuellen Datenrand mit rund 12% der Bruttowertschöpfung merklich unter den in vorherigen Aufschwungsphasen verzeichneten Werten. Im Vergleich zu den Jahren vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise lässt sich seit 2008 auch insgesamt betrachtet eine wesentlich schwächere Dynamik feststellen. Besonders stark fiel der Rückgang in Spanien aus und in geringerem Maß auch in Italien. Hierbei dürfte in beiden Ländern der Abbau der im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise beziehungsweise der europäischen Schuldenkrise aufgebauten Schuldenüberhänge eine bedeutende Rolle gespielt haben.<sup>11)</sup> Im Ergebnis hat sich die Finanzierungsstruktur von der Außen- hin zur Innenfinanzierung verschoben. Darüber hinaus kam es innerhalb der gesamten Außenfinanzierung zu teils gegenläufigen Entwicklungen und deutlichen Verschiebungen (siehe im Detail die Ausführungen auf S. 64 ff.).

*Außenfinanzierung seit 2008 deutlich schwächer, insbesondere in Spanien*

<sup>11</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur jüngeren Entwicklung der Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors in ausgewählten Ländern des Euroraums, Monatsbericht, Januar 2017, S. 41 ff.

## Finanzierung und Investitionen im Euro- raum und ausgewählten Mitgliedsländern

in % der Bruttowertschöpfung, gleitende Vierquartalsummen



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

## Komponenten der Innenfinanzierung

*Zerlegung der  
Innenfinan-  
zierung in ihre  
Komponenten*

Um die Faktoren zu identifizieren, die zum Anstieg des Wachstums der Innenfinanzierung geführt haben, wird sie in ihre Wachstumsbeiträge zerlegt. Die maßgeblichen Komponenten der Innenfinanzierung in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) sind die Bruttowertschöpfung und die Arbeitnehmerentgelte. Darüber hinaus können Netto-Zinsausgaben (Differenz aus Zinsausgaben und -einnahmen), sonstige Netto-Vermögensausgaben (Differenz aus Ausschüttungen an Anteilseigner und Einnahmen aus Unternehmensbeteiligungen) sowie eine Reihe weiterer Faktoren wie zum Beispiel Steuern, Transfers und Sozialbeiträge den Innenfinanzierungsspielraum beeinflussen.<sup>12)</sup> Das Schaubild auf Seite 63 zeigt die durchschnittliche Veränderung der Innenfinanzierung in den beiden oben abgegrenzten Perioden zu-

sammen mit den Wachstumsbeiträgen der jeweiligen Komponenten.

Für den Euroraum insgesamt sowie für Deutschland und Frankreich im Speziellen leistete die Bruttowertschöpfung den bedeutendsten positiven Beitrag, während die Arbeitnehmerentgelte deutlich negative Beiträge zur Entwicklung der Innenfinanzierung lieferten. Anders als in den übrigen betrachteten Ländern waren die von den nichtfinanziellen Unternehmen in Spanien entrichteten Arbeitnehmerentgelte vor dem Hintergrund einer angespannten Lage am Arbeitsmarkt trotz der Ausweitung der Bruttowertschöpfung deutlich rückläufig und hatten somit einen positiven Einfluss auf die Innenfinanzierung. In Italien wuchsen die Arbeitnehmerentgelte zwischen 2008 und 2011 hingegen weiter an und reduzierten für sich genommen die Innenfinanzierung, während die Bruttowertschöpfung stagnierte und folglich keinen positiven Wachstumsbeitrag leistete.

*Bruttowertschöpfung und Arbeitnehmerentgelte als bedeutendste Faktoren*

Vor allem in der Phase nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise wuchs die Innenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum, hierbei insbesondere in Italien und Spanien, als Folge der expansiven geldpolitischen Maßnahmen nicht zuletzt auch durch eine Reduktion der Netto-Zinsausgaben. Jedoch fiel dieser Effekt aufgrund der hohen Bedeutung von Krediten mit einer festen Zinsbindung sowie des geringen Verschuldungsniveaus in Deutschland nur sehr gering aus. Eine Reduktion der Netto-Vermögensausgaben trug zwischen 2008 und 2011 ebenfalls zur Erhöhung der Innenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland und insbesondere in Italien bei. Dabei war dieser Effekt in Italien hauptsächlich auf eine Reduktion der Gewinnausschüttungen zurückzuführen. Zudem kam es in Italien und Spanien durch einen

*Reduktion der Netto-Zinsausgaben durch expansive Geldpolitik*

<sup>12</sup> Zu unterscheiden von den Determinanten nach den VGR sind die ökonomischen Bestimmungsfaktoren der Innenfinanzierung (z. B. Schocks auf die aggregierte Nachfrage oder die in den Unternehmen genutzte Technologie oder Änderungen der Faktorkosten), deren Ableitung ein entsprechendes strukturelles Modell voraussetzt.

Rückgang der geleisteten Steuern zu einer deutlichen Steigerung der Innenfinanzierung.

Zusammengenommen hat sich die Innenfinanzierung im Euroraum insgesamt und auf Länderebene in Deutschland, Frankreich und Spanien seit der Finanz- und Wirtschaftskrise somit vor allem durch eine im Verhältnis zu den Arbeitnehmerentgelten gestiegene Wertschöpfung erhöht.<sup>13)</sup> Hingegen ist der spürbare Anstieg der Innenfinanzierung bei den nichtfinanziellen Unternehmen in Italien primär durch finanzielle Faktoren – insbesondere die niedrigen Zinsen – getrieben. In einem Umfeld steigender Zinsen könnte sich ihr Innenfinanzierungspotenzial damit wieder einengen.

## Zur Entwicklung der Außenfinanzierung

*Verringerte Außenfinanzierung aufgrund schwacher Investitionen und reichlicher Innenfinanzierung*

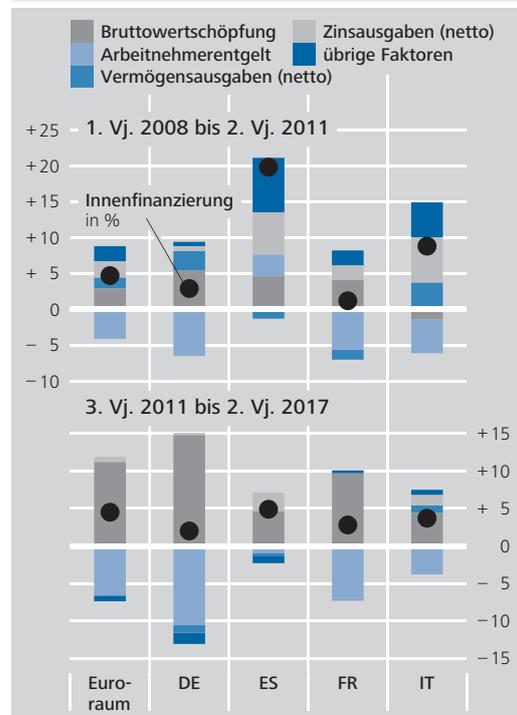
Die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum hat sich seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich abgeschwächt (siehe Schaubild auf S. 64). Während die Zuflüsse zwischen 1999 und 2008 noch bei durchschnittlich rund 22% der Bruttowertschöpfung lagen und vor allem durch eine dynamische (wenngleich nicht nachhaltige) Buchkreditentwicklung getrieben waren, haben sie sich seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise in etwa halbiert. Dabei sollte diese Entwicklung nach der Pecking-Order-Theorie insbesondere durch die gesunkene Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln infolge der gedämpften Investitionstätigkeit und der höheren Verfügbarkeit von Innenfinanzierung bedingt worden sein. Temporär dürften aber auch Restriktionen beim Zugang zu Bankkrediten eine Rolle gespielt haben, die für sich genommen wiederum zu der schwachen Investitionsdynamik beigetragen haben könnten (siehe hierzu die weiteren Ausführungen auf S. 67 ff.).

*Entwicklung auf Länderebene mit deutlicher Heterogenität*

Vor dem Hintergrund sehr hoher Zuflüsse in den Vorkrisenjahren fiel der Rückgang der Außenfinanzierung insbesondere bei den nichtfinanziellen Unternehmen in Spanien sehr deutlich

## Beiträge zur prozentualen Veränderung der Innenfinanzierung

durchschnittliche Jahresänderungsrate in %-Punkten



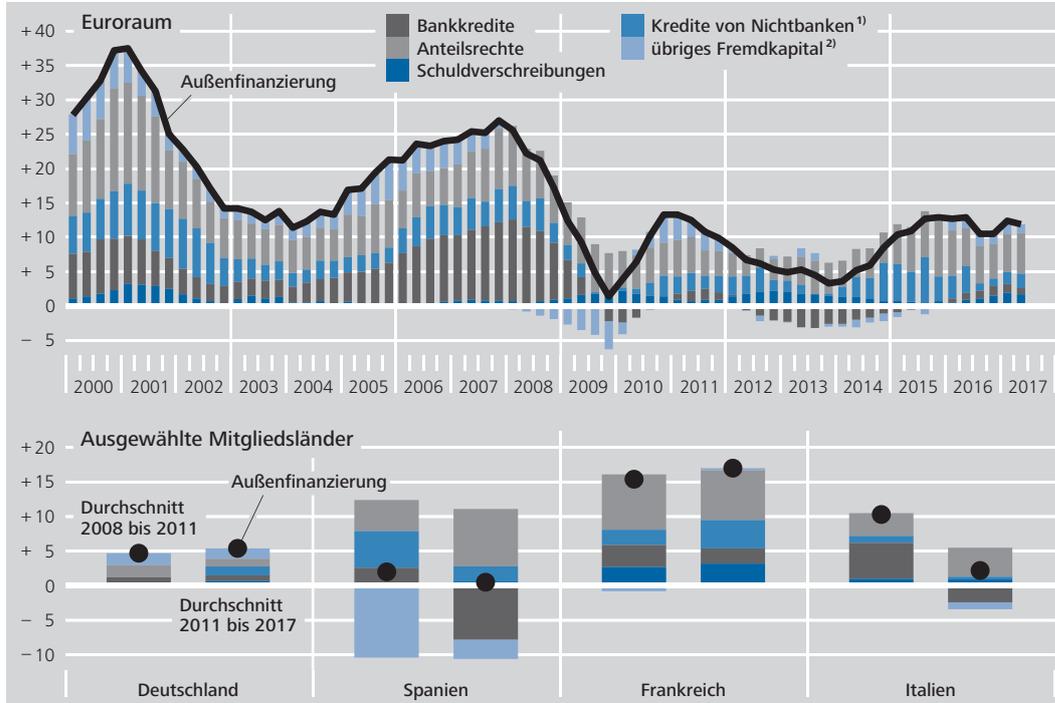
Quelle: EZB und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

aus. Die verringerte externe Mittelaufnahme lässt sich dabei als Folge der schwächeren Investitionstätigkeit, der deutlich gestiegenen Innenfinanzierungsmöglichkeiten sowie eines aktiven Entschuldungsprozesses interpretieren. Bei den nichtfinanziellen Unternehmen in Frankreich kam es hingegen weiterhin zu vergleichsweise kräftigen Zuflüssen. Diese lassen sich gemäß Pecking-Order-Theorie durch die Entwicklung der Innenfinanzierung erklären, die in Relation zu den im historischen und internationalen Vergleich kräftigen Investitionen schwach war. In Italien ging die Außenfinanzierung seit 2008 spürbar zurück und verzeichnete im Zuge der europäischen Schuldenkrise sogar deutliche Abflüsse. Während eine im historischen und internationalen Vergleich geringe Investitionstätig-

<sup>13</sup> Dabei kann z. B. in Spanien seit Ausbruch der Krise eine deutliche Verschiebung der Wertschöpfung hin zu exportstarken und produktiven Unternehmen festgestellt werden. Vgl. hierzu: Banco de España, Annual Report 2014, Kapitel 3, Growth and reallocation of resources in the Spanish economy, S. 33 ff.

## Außenfinanzierung im Euroraum und ausgewählten Mitgliedsländern

in % der Bruttowertschöpfung, gleitende Vierteljahrssummen



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Umfasst u. a. Kredite von nichtfinanziellen Unternehmen, sonstigen Finanzinstituten oder aus dem Ausland. **2** Entspricht der Summe von versicherungstechnischen Rückstellungen, Finanzderivaten und sonstigen Verbindlichkeiten (darunter Handelskrediten).

Deutsche Bundesbank

keit den Bedarf an externer Finanzierung für sich genommen dämpfte, sorgte die ebenfalls schwache Innenfinanzierung für eine per saldo positive Nachfrage nach Außenfinanzierung. Die nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland verzeichneten mit Ausnahme der zweiten Jahreshälfte 2009 stets eine positive Außenfinanzierung, die aber etwas schwächer ausfiel als in der Vorkrisenperiode. Der verringerte Rückgriff auf Außenfinanzierung lässt sich dabei durch die gestiegene Innenfinanzierung bei einer gleichzeitig moderaten Investitionsentwicklung erklären, die für sich genommen den Bedarf an externen Mitteln reduzierte.

steht zum Teil in Kontrast zu den Verschiebungen in anderen hoch entwickelten Währungsräumen (siehe hierzu die Ausführungen auf S. 65 ff.). Getrieben wurde diese Veränderung vor allem durch die Entwicklungen in Italien und Spanien. In beiden Ländern kann sie als eine Reaktion auf die im Vorfeld der Krisen aufgebauten Schuldenüberhänge interpretiert werden.<sup>14</sup> Während dieser Anpassungsprozess in Spanien bereits im Anschluss an die Finanz- und Wirtschaftskrise einsetzte, begann er bei den nichtfinanziellen Unternehmen in Italien erst im Zuge der europäischen Schuldenkrise und war deutlich schwächer ausgeprägt.<sup>15</sup> Die Auf-

## Verschiebung von Fremd- zu Eigenkapitalfinanzierung

Seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die Struktur der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum von Fremd- zu Eigenkapital verschoben. Dies

*Verschiebung von Fremd- zu Eigenkapital in Italien und Spanien*

<sup>14</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur jüngeren Entwicklung der Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors in ausgewählten Ländern des Euroraums, Monatsbericht, Januar 2017, S. 41 ff.

<sup>15</sup> So legen empirische Analysen basierend auf aggregierten Daten und individuellen Unternehmensangaben den Schluss nahe, dass nichtfinanzielle Unternehmen in Italien strukturell den höchsten Verschuldungsgrad im Euroraum aufweisen. Vgl.: A. De Socio und P. Russo (2016), The debt of Italian non-financial firms: an international comparison, Banca d'Italia Occasional Paper, Nr. 308.

## Entwicklung der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen im internationalen Vergleich

Die Finanz- und Wirtschaftskrise war von globalem Ausmaß und schlug sich nicht nur in der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum nieder, sondern auch in anderen bedeutenden Währungsräumen. Ähnlich wie sich die Finanzierungsstrukturen schon im Vorfeld unterschieden hatten, fielen auch die Verschiebungen im Rahmen der Krise zum Teil unterschiedlich aus.

Das Schaubild auf Seite 66 veranschaulicht die Entwicklung ausgewählter Außenfinanzierungsinstrumente für nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum, in Großbritannien, den USA und Japan. Zwar zeigt sich, dass die Finanzierung über Eigenkapital in allen betrachteten Währungsräumen seit der Finanzkrise für sich genommen rückläufig war. In Relation zur ebenso rückläufigen Entwicklung in der gesamten Außenfinanzierung fällt die Veränderung in der Bedeutung von Eigenkapital in den verschiedenen Währungsräumen jedoch unterschiedlich aus. Einerseits stellte es in Großbritannien und dem Euroraum sowie in geringerem Maß auch in Japan durchweg ein relevantes Finanzierungsinstrument dar und gewann seit dem Jahr 2008 vor allem im Euroraum an Bedeutung in der gesamten Außenfinanzierung, was nicht zuletzt mit dem im Zuge der Krise deutlich gewordenen Entschuldungsbedarf in Zusammenhang stand.<sup>1)</sup> Andererseits wurde in den USA kein zusätzliches Eigenkapital aufgenommen, im Gegenteil: Die diesbezüglichen Transaktionen führten vor und nach der Krise im Mittel zu einem Rückgang. Ursächlich hierfür dürften unter anderem Aktienrückkäufe gewesen sein, die in den USA in den vergangenen Jahren eine große Rolle spielten und teils durch Fremdkapital finanziert wurden.<sup>2)</sup> Insgesamt lag in den USA damit – anders als in den übrigen Währungsräumen – seit dem

Jahr 2000 eine Verschiebung der Finanzierung von Eigen- zu Fremdkapital vor.

Die Heterogenität der Entwicklungen in den verschiedenen Währungsräumen zeigt sich ebenfalls innerhalb der Fremdfinanzierung, die neben Bankkrediten auch die übrige Fremdfinanzierung umfasst, darunter Kredite anderer Kreditgeber, Schuldverschreibungen, aber auch die ökonomisch nur bedingt interpretierbaren sonstigen Verbindlichkeiten. Während die Nettozuflüsse in Form der übrigen Fremdfinanzierung im Euroraum seit der Finanz- und Wirtschaftskrise schwächer ausfielen und sich in Japan sogar in Abflüsse verkehrten, blieb die übrige Fremdfinanzierung in Großbritannien und in den USA weitgehend stabil. Dahinter standen in Großbritannien unter anderem Kredite von Nichtbanken wie anderen nichtfinanziellen Unternehmen sowie Schuldverschreibungen in den USA. Insbesondere dort trugen aber auch sonstige Verbindlichkeiten im gesamten Betrachtungszeitraum wesentlich dazu bei, dass der übrigen Fremdfinanzierung eine im Ländervergleich außerordentlich wichtige Rolle zukam.

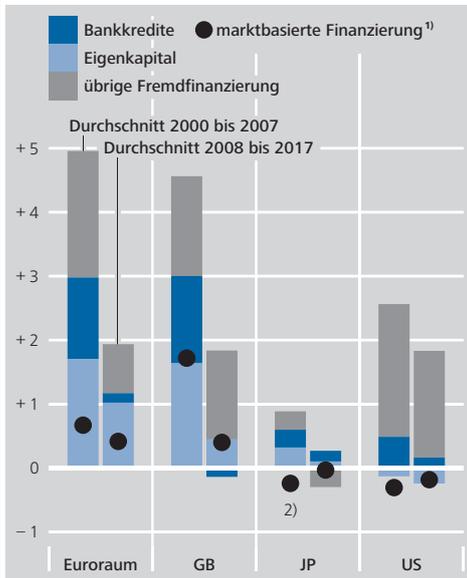
Ein etwas homogeneres Bild zeigt sich mit Blick auf die Finanzierung über Bankkredite, die seit 2008 überall deutlich geringer war als in der Vorkrisenphase. Mit Ausnahme

<sup>1</sup> Vgl. zur Verschuldungssituation im Euroraum z. B.: Deutsche Bundesbank, Private Verschuldung – Status quo, Anpassungsbedarf und Politikimplikationen, Monatsbericht, Januar 2014, S. 57 ff.; sowie Deutsche Bundesbank, Zur jüngeren Entwicklung der Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors in ausgewählten Ländern des Euroraums, Monatsbericht, Januar 2017, S. 41 ff.

<sup>2</sup> Vgl. zur Bedeutung und zu möglichen Implikationen von Aktienrückkäufen z. B.: J. Gruber und S. Kamin (2017), Corporate Buybacks and Capital Investment: An International Perspective, IFDP Note, 11. April; oder: G. Gutierrez und T. Philippon (2016), Investment-Less Growth: An Empirical Investigation, NBER Working Paper Nr. 22897.

### Ausgewählte Finanzierungsformen

in % der ausstehenden Verbindlichkeiten, gleitende Viertelquartalsummen



Quellen: EZB, Bank of Japan, Federal Reserve und eigene Berechnungen. <sup>1</sup> Die marktbasierter Finanzierung umfasst Schuldverschreibungen und börsennotierte Aktien. <sup>2</sup> Angaben zu Bankkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen (und damit auch zur übrigen Fremdfinanzierung) sind in Japan erst ab dem Jahr 2005 verfügbar.

Deutsche Bundesbank

Großbritanniens blieben die Zuflüsse in den Jahren von 2008 bis 2017 im Mittel indes überall positiv. Hinter der Durchschnittsbetrachtung verbargen sich in allen betrachteten Währungsräumen um das Jahr 2009 umfangreiche Einbrüche der Finanzierung über Bankkredite. Dahinter standen zum Teil temporäre Bankangebotsrestriktionen im Umfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise.<sup>3)</sup> Vor diesem Hintergrund gewann die Finanzierung über Eigenkapital in Großbritannien und dem Euroraum seit der Finanzkrise leicht an Bedeutung, was im Sinne der Trade-Off-Theorie eine Reaktion auf die im Zuge der Krise gestiegene Insolvenzgefahr gewesen sein dürfte, gleichzeitig aber im Kontrast zur Entwicklung in den USA stand. Während die Finanzierung über Bankkredite bei den nichtfinanziellen Unternehmen in Großbritannien und dem Euroraum auch am aktuellen Rand noch hinter der Vorkrisenentwicklung zurückblieb, erfolgte die Erholung der Bankkreditvergabe im Anschluss an die Krise in Japan und den USA vergleichs-

weise schnell und kräftig. Vor diesem Hintergrund schlug sich die dauerhaft hohe Bedeutung der gesamten Fremdfinanzierung vor allem in den USA in einer seit 2012 sukzessive steigenden Verschuldungsquote nieder.<sup>4)</sup>

Als Unterform der Außenfinanzierung steht nichtfinanziellen Unternehmen des Weiteren die Mittelaufnahme über am Kapitalmarkt gehandelte Finanzinstrumente wie börsennotierte Aktien und Schuldverschreibungen zur Verfügung. Mit Blick auf die marktbasierter Finanzierung unterschieden sich Großbritannien und der Euroraum grundlegend von Japan und den USA. In Großbritannien und dem Euroraum fielen die Zuflüsse über Marktfinanzierung in den Jahren vor der Finanzkrise und insbesondere zu Beginn des Jahrtausends vergleichsweise kräftig aus, wurden zwischen den Jahren 2008 und 2017 dann aber etwas verhaltener. Gemessen an der gesamten Außenfinanzierung legten sie jedoch jeweils zu und hatten vor allem in Großbritannien weiterhin einen bedeutenden Anteil.<sup>5)</sup> In Japan und den USA hingegen wurden marktbasierter Verbindlichkeiten über weite Strecken per saldo abgebaut, was vor allem in den USA mit Aktienrückkäufen zusammenhing und durch die seit der Jahrtau-

<sup>3</sup> Vgl. für die USA z. B.: V. Ivashina und D. Scharfstein (2010), Bank lending during the financial crisis of 2008, *Journal of Financial Economics* 97, S. 319–338; und für Großbritannien z. B.: S. Akbar, S. Rehman und P. Ormrod (2013), The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms, *International Review of Financial Analysis* 26, S. 59–70. Für eine Studie von Unternehmen in den USA, Europa und Asien siehe: M. Campello, J. Graham und C. Harvey (2010), The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis, *Journal of Financial Economics* 97, S. 470–487.

<sup>4</sup> Siehe für lange Zeitreihen zur Verschuldung der nichtfinanziellen Privatsektoren: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, BIS total credit statistics, abrufbar unter: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>

<sup>5</sup> Zur Bedeutung marktbasierter Finanzierung für nichtfinanzielle Unternehmen in Großbritannien insbesondere im Gefolge der Finanzkrise vgl.: A. Pattani, G. Vera und J. Wackett, Going public: UK companies' use of capital markets, *Bank of England Quarterly Bulletin* 2011 Q4, S. 319–330.

sendwende rückläufige Zahl von Börsengängen verstärkt wurde.<sup>6)</sup> Seit der Finanzkrise verringerten sich die Abflüsse aber im Mittel sowohl in Japan als auch in den USA (hier insbesondere aufgrund steigender Emissionen von Schuldverschreibungen).<sup>7)</sup>

Die Entwicklung der Außenfinanzierung des Sektors der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum ähnelt somit zwar in mancher Hinsicht der Situation in anderen Währungsräumen, insgesamt offenbart der internationale Vergleich aber eine deutliche Heterogenität. Während die Finanzierung über Eigenkapital in Großbritannien und dem Euroraum durchweg positiv war, vollzog sich in den USA seit dem Jahr 2000 eine Verschiebung von Eigen- zu Fremdkapital, die sich auch im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise nicht umkehrte. So reagierten die Unternehmen in Großbritannien und dem Euroraum auch auf etwaige temporäre Restriktionen beim Zugang zu Bankkrediten

im Rahmen der Finanz- und Wirtschaftskrise unter anderem mit einem Aufbau des Eigenkapitals, wohingegen in Japan und den USA Bankkredite eine wichtigere Rolle spielten und sich im Anschluss an die Krise rascher und kräftiger erholten. Gleichzeitig verzeichneten die nichtfinanziellen Unternehmen in Japan und den USA über den gesamten Betrachtungszeitraum keine positiven Mittelzuflüsse über marktbasierende Finanzierungsinstrumente, was im Kontrast zur Situation in Großbritannien und dem Euroraum stand.

<sup>6</sup> Vgl. dazu z. B.: C. Doidge, G. Karolyi und R. Stulz (2013), The U.S. left behind? Financial globalization and the rise of IPOs outside the U.S., *Journal of Financial Economics* 110, S. 546–573; sowie OECD (2015), Strengthening market-based financing of corporate investments, *Business and Finance Outlook*, S.201–227.

<sup>7</sup> Vgl. zur Bedeutung marktbasierter Finanzierung im Allgemeinen und von Schuldverschreibungen in den USA im Besonderen: OECD (2015), a. a. O.

nahme von Eigenkapital erfolgte dabei insbesondere in Form von nicht börsennotierten Aktien sowie Geschäftsanteilen und Beteiligungen. Gemäß der Trade-Off-Theorie begegneten die Unternehmen hierdurch der im Zuge der Krisen durch eine Verschlechterung der Absatzmöglichkeiten und Vermögenspositionen gestiegenen Insolvenzgefahr.

über Eigen- und Fremdkapital in etwa aus und ließen die Finanzierungsstruktur somit unverändert.

## Substitution bei Schuldinstrumenten

Innerhalb der Fremdkapitalfinanzierung kam es zeitweise zu gegenläufigen Entwicklungen. Im Jahr 2009 und von 2012 bis 2015 gab es auf Ebene des Euroraums Nettoabflüsse bei Bankkrediten, während gleichzeitig Mittel über andere Fremdkapitalinstrumente zufließen. Auf Länderebene besonders ausgeprägt war dieser Zusammenhang in Italien und Spanien. Dabei nahmen die nichtfinanziellen Unternehmen in Italien vor allem über Schuldverschreibungen und Kredite von sonstigen Finanzinstituten Mittel auf. Neben letzteren vergab in Spanien auch das Ausland in großem Umfang Kredite. Dies deutet zusammen mit den Erkenntnissen der empirischen Literatur darauf hin, dass in beiden

*Temporär  
Abflüsse bei  
Bankkrediten bei  
gleichzeitigen  
Zuflüssen bei  
anderen Schuld-  
instrumenten*

*In Deutschland  
leichter Anstieg  
des Fremdkapitalhebels*

In Deutschland hat sich die Struktur der Außenfinanzierung seit 2008 hingegen leicht zugunsten des Fremdkapitals verschoben. Der verstärkte Rückgriff auf Fremdkapital kann dabei zum einen als Reaktion auf die vor dem Hintergrund der günstigen wirtschaftlichen Entwicklung verbesserte Solvenz der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland ausgelegt werden, die grundsätzlich einen höheren Fremdkapitalhebel ermöglicht. Zum anderen dürften die günstigen Finanzierungskosten für Fremdkapital hierzu beigetragen haben. Bei den nichtfinanziellen Unternehmen in Frankreich glichen sich, wie bereits im Vorkrisenzeitraum, Zuflüsse

Zeiträumen Angebotsrestriktionen den nicht-finanziellen Unternehmen in Italien und Spanien den Zugang zu Bankkrediten erschwert haben dürften und diese durch andere Schuldinstrumente substituiert wurden.<sup>16)</sup>

*BLS zeigt für 2009 und 2011/2012 verschlechterten Zugang zu Bankkrediten an*

Die vierteljährliche Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft der Banken (Bank Lending Survey: BLS) zeigt entsprechend, dass die Kreditstandards für Unternehmenskredite sowohl im Jahr 2009 als auch 2011/2012 verschärft wurden. Auch die Mehrheit der in der Umfrage der Europäischen Zentralbank (EZB) über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (Survey on the access to finance of enterprises: SAFE) befragten Unternehmen gab in diesem Zeitraum an, dass sich ihr Zugang zu Bankkrediten verschlechtert habe.

*Bankangebotsrestriktionen vor allem in Italien und Spanien während europäischer Schuldenkrise*

Diese Zusammenhänge waren grundsätzlich in jedem der vier großen Länder des Euroraums zu beobachten.<sup>17)</sup> Besonders ausgeprägt waren sie aber im Jahr 2012 in Italien und Spanien. Anders als deutsche und französische Banken erfuhr die dortigen Kreditinstitute aufgrund der Schuldenkrise besondere Belastungen. So stiegen die Finanzierungskosten der Banken infolge der Verflechtung der italienischen und spanischen Staats- und Bankensektoren seit Beginn der Finanzkrise, vor allem aber in der Hochphase der europäischen Schuldenkrise, deutlich an.<sup>18)</sup> Auch die hohen Bestände notleidender Kredite in den dortigen Bankensystemen wirkten sich negativ auf die Finanzierungsbedingungen der Kreditwirtschaft aus.<sup>19)</sup> Seit Ende 2012 verbesserte sich die allgemeine Finanzierungssituation der Banken in den Peripherieländern stetig. Zum Rückgang ihrer Finanzierungskosten trugen neben den Senkungen der geldpolitischen Leitzinsen insbesondere auch die geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems bei.

*Kleine und mittlere Unternehmen weichen auf Handelskredite aus*

Der Einfluss temporärer Bankangebotsrestriktionen auf die Finanzierungsbedingungen und Verfügbarkeit von externer Finanzierung dürfte für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) stärker ausgeprägt gewesen sein als für größere

Unternehmen. Dies liegt darin begründet, dass KMU typischerweise nur bedingt Zugang zu alternativen Fremdfinanzierungsquellen wie Schuldverschreibungen haben. Die SAFE-Umfrage der EZB über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln bestätigt die Vermutung, dass KMU deutlich höheren finanziellen Beschränkungen ausgesetzt waren als große Unternehmen (siehe obere Grafik des Schaubilds auf S. 69). Dieser Umstand war vor allem für sehr kleine, wenig produktive und hoch verschuldete Unternehmen zu beobachten.<sup>20)</sup> Gleichzeitig weisen einige empirische Studien darauf hin, dass die KMU Bankkredite vor allem durch den verstärkten Rückgriff auf Handelskre-

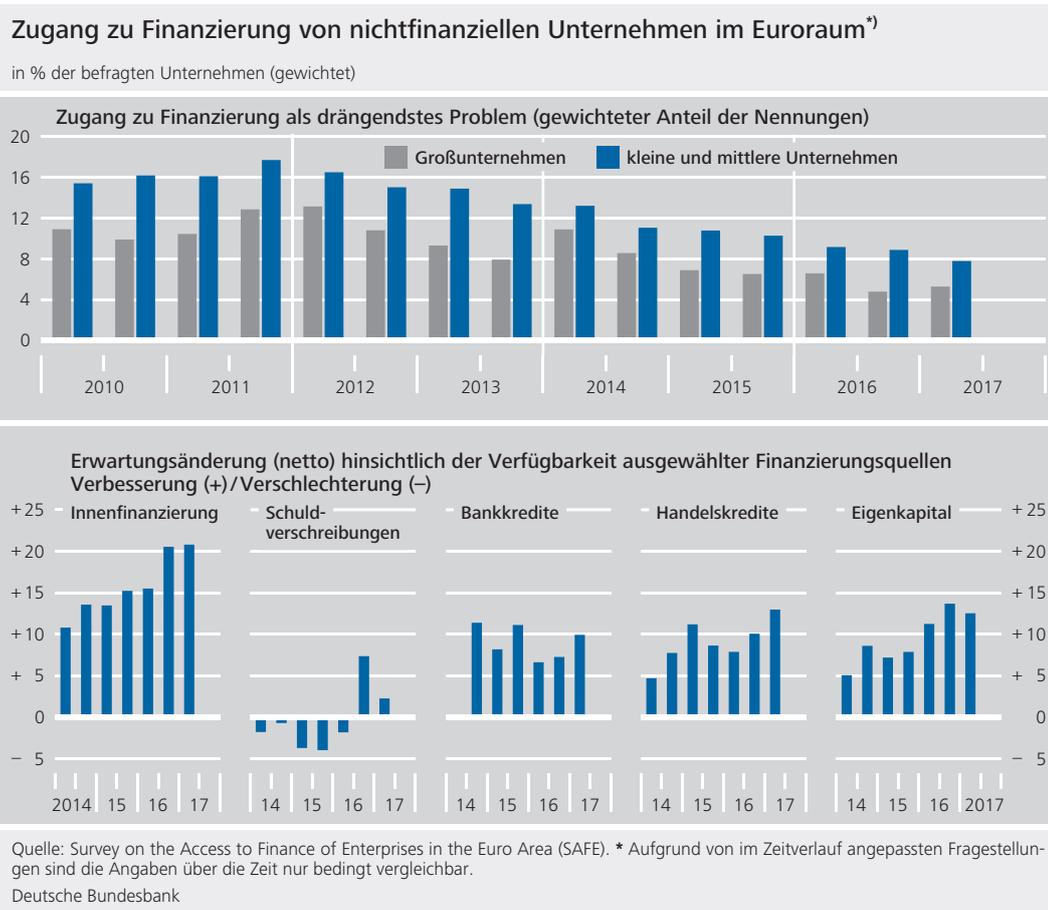
<sup>16</sup> Vgl.: C. Altavilla, M. Darracq Paries und D. Nicoletti (2015), Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis, ECB Working Paper Series, Nr. 1861; sowie A. Ferrando und K. Mulier (2015), The real effects of credit constraints: evidence from discouraged borrowers in the euro area, ECB Working Paper Series Nr. 1842. Im Umfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise konnte für die USA eine ähnliche Entwicklung festgestellt werden. Vgl. hierzu: T. Adrian, P. Colla und H. Shin (2013), Which financial frictions? Parsing the evidence from the financial crisis of 2007–9, in: D. Acemoglu, J. Parker, und M. Woodford (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annual, Volume 27, S. 159–214, The University of Chicago Press; sowie B. Becker und V. Ivashina (2014), Cyclicalities of credit supply: Firm level evidence, Journal of Monetary Economics 62 (C), S. 76–93. Vgl. für internationale Evidenz: R. Levine, C. Lin und W. Xie (2016), Spare tire? Stock markets, banking crises, and economic recoveries, Journal of Financial Economics, Vol. 120 (1), S. 81–101; sowie T. Grjebinea, U. Szczerbowicz und F. Tripier (2018), Corporate debt structure and economic recoveries, European Economic Review, Vol 101, S. 77–100.

<sup>17</sup> Für Deutschland deuten die Umfrageergebnisse des BLS und des SAFE in den Jahren 2011/2012 nicht auf restriktive Anpassungen des Kreditangebots hin.

<sup>18</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur jüngeren Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum, Monatsbericht, September 2015, S. 15 ff.

<sup>19</sup> Zu den hohen Beständen an notleidenden Krediten vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Bedeutung von Profitabilität und Eigenkapital der Banken für die Geldpolitik, Monatsbericht, Januar 2018, S. 29 ff.

<sup>20</sup> Vgl.: A. Ferrando und N. Griesshaber (2011), Financing obstacles among euro area firms. Who suffers the most?, ECB Working Paper, Nr. 1293; C. Artola und V. Genre (2011), Euro area SMEs under financial constraints: belief or reality?, CESifo Working Paper Nr. 3650; sowie A. Ferrando und K. Mulier (2015), Firms' financing constraints: Do perceptions match the actual situation?, The Economic and Social Review, Vol. 46 (1), S. 87–118.



dite substituieren konnten.<sup>21)</sup> Damit waren auch die KMU jedenfalls teilweise in der Lage, Bankkredite durch andere Fremdfinanzierungsformen zu ersetzen.

*Bankangebotsseitige Beschränkungen haben an Bedeutung verloren*

Mittlerweile scheinen bankangebotsseitige Beschränkungen auf aggregierter Ebene in allen vier großen Mitgliedsländern merklich an Bedeutung verloren zu haben. Seit 2016 konnten im Euroraum wieder positive Zuflüsse an Bankkrediten beobachtet werden, wobei die Entwicklung insbesondere durch die nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland und Frankreich getrieben wurde. Im Zuge des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) des Eurosystems kam es zudem zu einer Belebung der Nettoemissionen von Schuldverschreibungen.<sup>22)</sup> Die bedeutendsten Zuflüsse konnten hier ebenfalls für die bereits zuvor stark am Kapitalmarkt aktiven nichtfinanziellen Unternehmen in Frankreich verzeichnet werden.

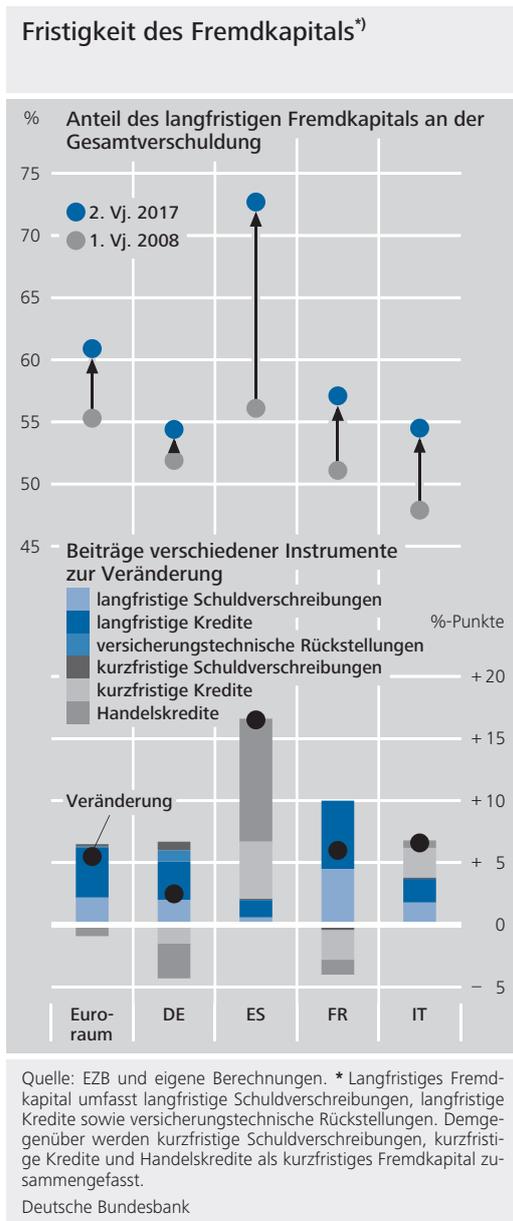
## Zur Fristigkeit des Fremdkapitals

Neben den bereits diskutierten Änderungen in der Finanzierungsstruktur kam es zuletzt auch zu deutlichen Anpassungen bei der Fristigkeit des Fremdkapitals. Das Schaubild auf Seite 70 stellt den Anteil des langfristigen Fremdkapitals am gesamten Fremdkapitalbestand zu Beginn und zum Ende des Betrachtungszeitraums

*Erhöhung der Fristigkeit des Fremdkapitals ...*

<sup>21</sup> Vgl.: E. Cayes und C. O'Toole (2014), Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: evidence from European SMEs, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 27, S. 173–193; M. Psillaki und K. Eleftherious (2015), Trade credit, bank credit, and flight to quality: evidence from French SMEs, *Journal of Small Business Management*, Vol. 53 (4), S. 1219–1240; sowie S. Carbo-Valverde, F. Rodríguez-Fernández und G. Udell (2016), Trade credit, the financial crisis, and SME access to finance, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 48 (1), S. 113–143.

<sup>22</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Markt für Unternehmensanleihen im Niedrigzinsumfeld, Monatsbericht, Juli 2017, S. 17 ff.



(1. Vj. 2008 und zum 2. Vj. 2017) dar.<sup>23</sup> Es zeigt sich auf Ebene des Euroraums ein zunehmender Anteil der langfristigen Verschuldung. Während dieser Anstieg in Deutschland im Vergleich zum Euroraum geringer ausfiel, hat sich der Anteil vor allem in Spanien merklich erhöht und lag am aktuellen Datenrand zudem auf einem höheren Niveau als in den übrigen hier betrachteten Ländern.

Die Anstiege sind jeweils auf länderspezifische Entwicklungen bei den Finanzierungsinstrumenten zurückzuführen: Im Euroraum insgesamt sowie auf Länderebene in Deutschland und Frankreich ging der zunehmende Anteil vor allem auf

... auf Länderebene durch unterschiedliche Faktoren getrieben

eine verstärkte Inanspruchnahme langfristiger Kredite und Schuldverschreibungen zurück. In Deutschland und Frankreich kam es zusätzlich zwar auch zu einer Ausweitung kurzfristiger Schuldtitel, die jedoch hinter der Zunahme des langfristigen Fremdkapitals zurückblieb. In Italien und in Spanien wurde hingegen der steigende Anteil zu einem Großteil durch einen spürbaren Rückgang der kurzfristigen Fremdkapitalinstrumente getrieben. Dabei ist der insgesamt gesunkene Fremdkapitalbestand vor allem in Spanien nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund der deutlich gestiegenen Innenfinanzierung zu sehen. Mit Blick auf die Zinsbindung bei den Bankkrediten zeigt sich, dass vor dem Hintergrund sehr niedriger langfristiger Zinsen der Anteil variabel verzinsster Bankkredite am Gesamtbestand im Euroraum zurückging.<sup>24</sup>

Die aufgezeigten Trends bei Fristigkeit und Zinsbindung könnten letztlich auch Rückwirkungen auf die Struktur der Unternehmensfinanzierung haben. So dürften sich aufgrund der längeren Laufzeiten bei gleichzeitig längerer Fixierung der aktuell niedrigen Zinssätze die Zinsausgaben der nichtfinanziellen Unternehmen im Zuge der geldpolitischen Normalisierung etwas langsamer erhöhen und somit für sich genommen die Innenfinanzierung lediglich in geringerem Umfang schmälern.

*Zinsausgaben könnten sich im Zuge der geldpolitischen Normalisierung etwas langsamer erhöhen*

## Implikationen für die Bilanzstruktur

Eine anhaltende Verschiebung in der relativen Bedeutung verschiedener Instrumente der Au-

<sup>23</sup> Der Laufzeitenabgrenzung in der Finanzierungsrechnung entsprechend werden kurzfristige Schuldverschreibungen, kurzfristige Kredite sowie Handelskredite und Anzahlungen als kurzfristige Fremdfinanzierung betrachtet. Demgegenüber werden langfristige Schuldverschreibungen, langfristige Kredite sowie versicherungstechnische Rückstellungen als langfristige Finanzierungsinstrumente zusammengefasst.  
<sup>24</sup> Gemäß den Angaben der MFI-Bilanzstatistik der EZB sank im Euroraum der Anteil variabel verzinsster Bankkredite am Gesamtbestand im 2. Vj. 2017 gegenüber dem 1. Vj. 2014 um 2,6 Prozentpunkte auf 57,0%. Variabel verzinsten Kredite umfassen hierbei Kredite mit einer Ursprungs- oder Restlaufzeit von weniger als 12 Monaten sowie Kredite mit einer Zinsanpassungsfrist innerhalb von 12 Monaten.

*Verschiebung in der Finanzierungsstruktur wirkt sich auch auf Bestände an Verbindlichkeiten aus*

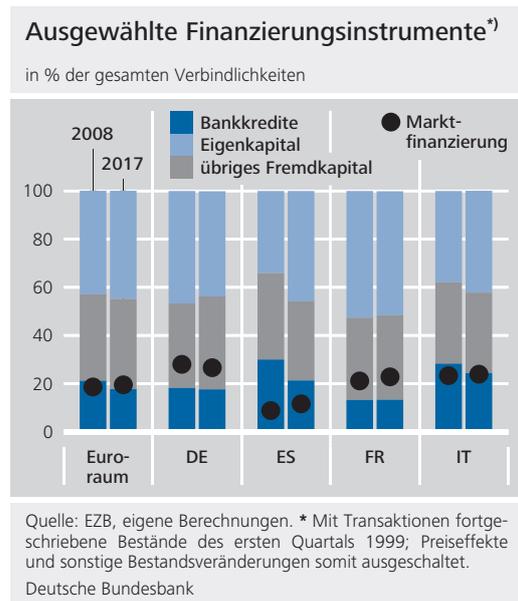
ßenfinanzierung schlägt sich mittelfristig auch in den Beständen an Verbindlichkeiten nieder. Vor diesem Hintergrund zeigt das nebenstehende Schaubild die Struktur der Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum und in den vier großen Mitgliedsländern. Dabei werden die Verbindlichkeiten in Bankkredite, übriges Fremdkapital und Eigenkapital unterteilt.<sup>25)</sup> Zusätzlich wird der Anteil der Marktfinanzierung – die Summe aus Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien – dargestellt.

*Bankkredit verliert, markt-basiertes Fremdkapital gewinnt an Bedeutung*

Auf Ebene des Euroraums machten Bankkredite Mitte 2017 weniger als 18% der gesamten Verbindlichkeiten aus.<sup>26)</sup> Somit kommt Bankkrediten auf Ebene des Euroraums zwar eine bedeutende, aber zumindest quantitativ keine dominierende Stellung in der Struktur der Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen zu. Diese Aussage gilt dabei nicht nur für große nichtfinanzielle Unternehmen, sondern auch für KMU.<sup>27)</sup> Mit Ausnahme Frankreichs hat sich die Bedeutung des Bankkredits auch auf Länderebene verringert, wobei diese Entwicklung insbesondere in Spanien deutlich ausgeprägt war. Die marktbasierende Finanzierung gewann außer bei den nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland hingegen leicht an Gewicht, wobei dies primär auf Zuwächse bei Schuldverschreibungen zurückzuführen war. Sowohl in Deutschland als auch Frankreich trugen marktbasierende Instrumente Mitte 2017 in größerem Umfang zur Finanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen bei als Bankkredite. In Italien und Spanien spielten Bankkredite hingegen weiterhin eine gewichtigere Rolle als die Marktfinanzierung.

*Eigenkapital-anteil gestiegen, primär durch nicht markt-basierte Instrumente*

Der Anteil des Eigenkapitals an den gesamten Verbindlichkeiten ist auf Ebene des Euroraums angestiegen. Dabei war diese Entwicklung von nicht marktbasierenden Eigenkapitalinstrumenten wie Geschäftsanteilen und Beteiligungen geprägt und fiel auf Länderebene heterogen aus: Der Anteil bei den nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland und Frankreich nahm leicht ab, stieg jedoch in Italien und insbesondere in Spanien deutlich an.



## Makroökonomische und wirtschaftspolitische Implikationen einer veränderten Finanzierungsstruktur

Die vorangegangenen Ausführungen haben aufgezeigt, dass sich die Außenfinanzierungs- und Bilanzstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum von Fremdkapital zu

*Finanzielle Entwicklung kann für das Wachstum förderlich sein, ...*

<sup>25</sup> Hierbei werden mit kumulierten Transaktionen fortgeschriebene Ausgangsbestände verwendet. Hierdurch wird vermieden, dass Preisschwankungen die Bedeutung einzelner Verbindlichkeiten verzerren. Die Kategorie übriges Fremdkapital ergibt sich aus der Differenz zwischen den gesamten Verbindlichkeiten und den einzeln betrachteten Instrumenten.

<sup>26</sup> Werden die Verbindlichkeiten zu Marktpreisen gemessen, beträgt der Anteil des Bankkredits an den Gesamtverbindlichkeiten rd. 13%.

<sup>27</sup> Die Angaben der BACH-Datenbank des Europäischen Ausschusses der Bilanzzentralen (ECCBSO) bestätigen, dass auch die Bilanzen kleiner und mittlerer Unternehmen eine ähnliche Struktur wie die von Großunternehmen aufweisen und der Bankkredit keine herausragende Stellung einnimmt. Demnach haben die KMU in Deutschland im Jahr 2015 einen Bankkreditanteil an den gesamten Passiva von gut 25%, in Frankreich in Höhe von knapp 17%, in Italien in Höhe von 18% und in Spanien in Höhe von 19%. Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Zur Bedeutung des Bankkredits als Fremdfinanzierungsinstrument für nichtfinanzielle Unternehmen im internationalen Vergleich, Monatsbericht, November 2014, S. 44f.; sowie H. Friedrichs und T. Körting (2011), Die Rolle der Bankkredite im Finanzierungsspektrum der deutschen Wirtschaft, Wirtschaftsdienst, Vol. 91 (1), S. 31–38.

Eigenkapital verschoben haben. Gleichzeitig hat sich das Gewicht des Bankkredits spürbar reduziert und die marktbasierende Fremdkapitalfinanzierung leicht an Bedeutung gewonnen. Welche Auswirkung könnte dies auf die mittelfristige Wachstumsperspektive des Euroraums und seiner größten Mitgliedstaaten haben? Antworten auf diese Frage gibt die Literatur zum Zusammenhang zwischen Finanzierung und Wachstum. Hier hatte zunächst die Vorstellung geherrscht, dass die Höhe des dem nichtfinanziellen Privatsektor insgesamt bereitgestellten Finanzierungsvolumens durchweg positiv auf das Wirtschaftswachstum wirkt, unabhängig davon, ob es über Banken oder Märkte bereitgestellt wird.<sup>28)</sup>

... aber zu viel Verschuldung kehrt den positiven Zusammenhang in einen negativen

Neuere Studien kommen allerdings zu dem Ergebnis, dass das Wirtschaftswachstum nur bis zu einem gewissen Punkt durch eine Erhöhung der Verschuldung gesteigert werden kann. Wird ein bestimmter Schwellenwert an Verschuldung überschritten, kehrt sich die positive Beziehung in eine negative, wobei dies unabhängig davon ist, ob es sich hierbei um Bankkredite oder andere Schuldinstrumente handelt.<sup>29)</sup> Dieser Umstand wird zumeist darauf zurückgeführt, dass es mit zunehmender Verschuldung zu einer Fehlallokation von Ressourcen kommt, die letztlich das Produktivitätswachstum reduziert.<sup>30)</sup> Diese Ergebnisse implizieren, dass, ausgehend von einem Verschuldungsniveau jenseits des Schwellenwerts, eine Rückführung der Schulden mittelfristig das Wachstum fördern dürfte. Vergleicht man aktuelle Werte der Verschuldung in Relation zum BIP zum Beispiel mit dem von Cecchetti et al. (2011) ermittelten Schwellenwert von 90%, ab dem Verschuldung sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirkt, zeigt sich, dass die nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum und in allen vier betrachteten Ländern teils merklich darüber liegen.<sup>31)</sup> Gleichzeitig haben sich die Verschuldungsquoten ausgehend von ihren Höchstständen in Spanien sehr deutlich und in Italien in geringerem Umfang reduziert.<sup>32)</sup> Der in den letzten Jahren erfolgte Schuldenabbau in Kombination mit der Ver-

lagerung der Unternehmensfinanzierung hin zu Eigenkapital könnte das Wachstumspoten-

---

**28** Vgl.: R. Levine (2002), Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?, *Journal of Financial Intermediation* 11, S. 398–428. Auch aus einer theoretischen Perspektive ist unklar, ob Banken oder Märkte für ein höheres Wachstum sorgen. Siehe hierzu: R. Levine (2005), Finance and Growth: Theory and Evidence, in: P. Aghion und S. Durlauf (Hrsg.), *Handbook of Economic Growth*, Vol. 1A. Neuere Studien zeigen auf, dass bankbasierte Finanzsysteme in gewöhnlichen Rezessionen stabilisierend auf die realwirtschaftliche Entwicklung wirken. Geht die Rezession hingegen mit einer Finanzkrise einher, setzt in marktbasierenden Finanzsystemen die wirtschaftliche Erholung jedoch schneller ein. Vgl. hierzu: L. Gambacorta, J. Yang und K. Tsatsaronis (2014), Financial structure and growth, *BIS Quarterly Review*, März 2014. Gleichzeitig verstärkt sich der positive Effekt von Wertpapiermärkten mit dem wirtschaftlichen Entwicklungsniveau, während er sich für Bankkredite abschwächt. Vgl. hierzu: A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen und R. Levine (2012), The Evolving Importance of Banks and Securities Markets, *The World Bank Review*, Vol. 27 (3), S. 476–490.

**29** Vgl.: S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampolli (2011), The real effects of debt, *BIS Working Papers* No. 352; R. Beck, G. Georgiadis und R. Straub (2014), The finance and growth nexus revisited, *Economics Letters*, Vol. 124, S. 382–385; S. Law und N. Singh (2014), Does too much finance harm economic growth?, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 41, S. 36–44; sowie J. Arcand, E. Berkes und U. Panizza (2015), Too much finance?, *Journal of Economic Growth*, Vol. 20 (2), S. 105–148.

**30** Darüber hinaus existiert eine verwandte Literatur, die sich mit der Bedeutung der Verschuldung für den Konjunkturzyklus beschäftigt. Hierin wird argumentiert, dass eine zu hohe Verschuldung mit dem Aufbau eines Schuldenüberhangs einhergeht. Dieser führt dazu, dass die ökonomischen Akteure ihre Verschuldung aktiv zurückführen und hierdurch über eine geschwächte Nachfrage das Wirtschaftswachstum reduziert wird. Vgl. hierzu: A. Mian, K. Rao und A. Sufi (2013), Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 128 (4), S. 1687–1726; sowie A. Mian, A. Sufi und E. Verner (2017), Household Debt and Business Cycles Worldwide, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 132 (4), S. 1755–1817.

**31** Die Ergebnisse von Cecchetti et al. (2011), a. a. O., werden dezidiert herausgegriffen, da hier für die nichtfinanziellen Unternehmen ein separater Schwellenwert ermittelt wird. Andere Studien wie Beck et al. (2014), Law und Singh (2014) und Arcand et al. (2015), a. a. O., berechnen hingegen Schwellenwerte für den nichtfinanziellen Privatsektor insgesamt. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass teils verschiedene Verschuldungsabgrenzungen verwendet werden, kommen alle Untersuchungen aber zu ähnlichen Ergebnissen.

**32** Cecchetti et al. (2011), a. a. O., ermitteln ihren Schwellenwert von 90% des BIP auf Basis einer sehr breit abgegrenzten Verschuldungsdefinition, die das gesamte Fremdkapital umfasst. Zum 2. Vj. 2017 können die folgenden Werte verzeichnet werden: Deutschland 96%, Spanien 139%, Frankreich 166%, Italien 116% und der Euroraum 139%. Die Höchststände betragen 105% in Deutschland (1. Vj. 2009), 188% in Spanien (4. Vj. 2007) und 128% in Italien (4. Vj. 2012). Für die nichtfinanziellen Unternehmen in Frankreich ist der Wert am aktuellen Datenrand der Höchststand. Für den Euroraum schwankt der Wert seit Anfang 2008 um die 140%.

zial somit für sich genommen mittelfristig gestärkt haben.<sup>33)</sup>

*Kapitalmarktunion könnte zum Ausbau der Märkte für Eigenkapital genutzt werden*

Vor diesem Hintergrund ist auch der im Jahr 2015 von der Europäischen Kommission aufgelegte Plan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion zu sehen, welche die Entwicklung eines einheitlichen Marktes für Finanzierungsinstrumente in der Europäischen Union vorantreiben soll.<sup>34)</sup> Im Lichte der Erkenntnisse bezüglich des Zusammenhangs zwischen finanzieller Entwicklung und wirtschaftlichem Wachstum scheint eine Fokussierung auf den Ausbau und die grenzüberschreitende Integration der Märkte für Eigenkapital sinnvoll. Neben den möglichen positiven Wachstumsimpulsen sollte hierdurch die Widerstandsfähigkeit der nichtfinanziellen Unternehmen gegenüber negativen Schocks gestärkt werden, da sich der Wert des Eigenkapitals und die Gewinnausschüttungen, anders als beim Fremdkapital, direkt an geänderte wirtschaftliche Verhältnisse anpassen können.<sup>35)</sup>

*Diversifizierung der Finanzierungsstruktur macht Unternehmen weniger abhängig von Einschränkungen des Bankkreditangebots ...*

Auch in Bezug auf kurzfristige konjunkturelle Schwankungen kann sich die in den letzten Jahren erfolgte Diversifizierung der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen stabilisierend auswirken. So zeigen theoretische Studien, dass die Möglichkeit, Bankkredite durch andere Finanzierungsinstrumente wie Schuldverschreibungen zu substituieren, die realwirtschaftlichen Folgen von Einschränkungen des Angebots an Bankkrediten abmildert.<sup>36)</sup> In Einklang hiermit deuten empirische Analysen für den Euroraum darauf hin, dass ein Bankkreditangebotsschock nur dann einen deutlich negativen Einfluss auf die realen Unternehmensinvestitionen hat, wenn die Möglichkeit, Bankkredite durch andere Finanzierungsinstrumente zu ersetzen, nicht besteht (siehe hierzu die Ausführungen auf S. 74 ff.).

*... und dürfte die relative Bedeutung einzelner geldpolitischer Transmissionskanäle verändern*

Die Verschiebungen in der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen könnten auch Auswirkungen auf die Transmission der Geldpolitik haben. So dürfte die verringerte Bedeutung von Bankkrediten in der Unternehmensfinanzierung in Kombination mit einer

stärker diversifizierten Finanzierungsstruktur für sich genommen die direkte Übertragung geldpolitischer Maßnahmen über den Bankkredit schwächen.<sup>37)</sup> Gleichzeitig impliziert die verstärkte Rolle anderer Finanzierungsgeber und die leicht angewachsene direkte Mittelbereitstellung über Finanzmärkte aber auch eine gestiegene Bedeutung marktbezogener Variablen in der geldpolitischen Transmission, insbesondere von Vermögenspreisen.<sup>38)</sup> Dies sollte isoliert betrachtet wiederum die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen in dem Maße erhöhen, wie sich veränderte Vermögenspreise in der Qualität der Bilanzen der Finanzintermediäre und hierüber in deren Refinanzierungskosten widerspiegeln. Insgesamt sollte sich die relative Bedeutung einzelner Transmissionskanäle aufgrund der Entwicklungen in der Finanzierungsstruktur der Unternehmen somit verändert haben.<sup>39)</sup>

---

**33** So kommen empirische Studien zu dem Ergebnis, dass gut entwickelte Aktienmärkte einen monoton positiven Einfluss auf das reale Pro-Kopf-Einkommen haben. Vgl. hierzu: L. Gambacorta, J. Yang und K. Tsatsaronis (2014), a. a. O.; sowie O. Peia und K. Roszbach (2015), Finance and growth: Time series evidence on causality, *Journal of Financial Stability* 19, S. 105–118. Allerdings ist unklar, ob die Erkenntnisse bezüglich der Aktienmärkte auf Eigenkapital im weiteren Sinne übertragen werden können.

**34** Für Details siehe: Europäische Kommission (2015), Building a Capital Markets Union, Grünbuch, COM(2015) 63 final.

**35** Vgl.: Deutsche Bundesbank, Stellungnahme zum Grünbuch „Kapitalmarktunion“ der Europäischen Kommission vom 21. Mai 2015, abrufbar unter: [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2015\\_05\\_21\\_stellungnahme\\_kapitalmarktunion\\_hintergrund.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2015_05_21_stellungnahme_kapitalmarktunion_hintergrund.pdf?__blob=publicationFile)

**36** Vgl. z. B.: F. De Fiore und H. Uhlig (2015), Corporate Debt Structure and the Financial Crisis, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 47 (8), S. 1571–1598.

**37** Bedeutende Arbeiten zur Rolle des Bankkredits in der geldpolitischen Transmission sind z. B.: B. Bernanke und M. Gertler (1995), Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspectives* 9 (4), S. 27–48; sowie P. Disyatat (2011), The Bank Lending Channel Revisited, *Journal of Money, Credit and Banking* 43 (4), S. 711–734.

**38** Vgl.: T. Adrian und H. Shin (2010), Liquidity and leverage, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 19 (3), S. 418–437.

**39** Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Das Schattenbankensystem im Euroraum: Darstellung und geldpolitische Implikationen, Monatsbericht, März 2014, S. 15 ff.

## Substitution von Bankkrediten und Investitionsdynamik im Euroraum

Während der Finanz- und Wirtschaftskrise sowie der europäischen Schuldenkrise war im Euroraum eine Substitution von Bankkrediten durch andere Schuldinstrumente und Eigenkapital zu beobachten. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Möglichkeit des Rückgriffs auf alternative Finanzierungsinstrumente die negativen Auswirkungen von restriktiven Bankkreditangebotsschocks auf die Realwirtschaft grundsätzlich abmildern kann.<sup>1)</sup> Solch eine Fragestellung lässt sich anhand eines vektorautoregressiven (VAR) Ansatzes untersuchen. Dieses Zeitreihenmodell basiert auf der simultanen Schätzung mehrerer Gleichungen von zu untersuchenden endogenen Variablen, die sowohl durch ihre eigenen Vergangenheitswerte als auch durch die Vergangenheitswerte der anderen endogenen Variablen beschrieben werden. Somit können die wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen einer Vielzahl an Variablen geschätzt werden. Die auf Basis der Einzelgleichungen ermittelten Residuen werden dann durch das Setzen von theoretisch motivierten Restriktionen in ökonomisch interpretierbare Schocks überführt. Anhand dieser Schocks kann dann die Reaktion der im Modell enthaltenen Variablen auf exogene Änderungen, zum Beispiel des Bankkreditangebots, abgeschätzt werden. In dem hier verwendeten Ansatz erfolgt die Schätzung mithilfe Bayesianischer Verfahren, wobei die exogenen Schocks durch eine Kombination von Vorzeichen- und Nullrestriktionen identifiziert werden.<sup>2)</sup>

Das empirische Modell enthält neben den realen Unternehmensinvestitionen der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum, dem Deflator für die gesamtwirtschaftlichen Bruttoanlageinvestitionen, dem Übernacht-Interbankzins EONIA und dem Bankkreditzins für nichtfinanzielle Unternehmen auch

die Ströme von Bankkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen sowie die Ströme der übrigen Finanzierungsinstrumente (berechnet als Differenz zwischen gesamter Außenfinanzierung und Bankkrediten).<sup>3)</sup> Das Modell umfasst den Beobachtungszeitraum vom ersten Vierteljahr 2000 bis zum ersten Vierteljahr 2017.<sup>4)</sup>

Es werden die Effekte zweier unterschiedlich identifizierter Bankkreditangebotsschocks verglichen: Während bei einem Schock angenommen wird, dass Bankkredite durch andere Finanzierungsinstrumente ersetzt werden, wird bei dem anderen Schock eine solche Substitution unterbunden. Der Vergleich der Reaktion der realen Unternehmensinvestitionen auf diese beiden Schocks kann Hinweise darauf geben, ob eine Substitution der Bankkredite durch andere Finanzierungsinstrumente negative realwirtschaftliche Rückwirkungen abmildern kann.

1 Die folgenden Ausführungen sind angelehnt an: I. Al-dasoro und R. Unger (2017), External financing and economic activity in the euro area – why are bank loans special?, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 04/2017.

2 Die Schätzungen erfolgen mithilfe der BEAR Toolbox. Vgl. hierzu: A. Dieppe, R. Legrand und B. van Roye (2016), The BEAR Toolbox, ECB Working Paper Series Nr. 1934. Sowohl die A-priori- als auch die A-posteriori-Verteilungen sind vom häufig verwendeten Normal-Invers-Wishart-Typ. Die unten definierten Vorzeichenrestriktionen gelten dabei kontemporär.

3 Die übrigen Finanzierungsinstrumente umfassen somit u. a. Aktien, sonstige Anteilsrechte, Schuldverschreibungen, Kredite von Nichtbanken sowie Handelskredite und Anzahlungen.

4 Die Lag-Anzahl beträgt zwei Perioden. Mit Ausnahme der Ströme von Bankkrediten und übrigen Finanzierungsmitteln gehen die Variablen dabei in (log)-Level in die Schätzung ein. Anders als in der existierenden Literatur werden die Finanzierungsvariablen als erste Differenzen der log-Level verwendet. Hierbei werden die Level-Variablen durch ein Fortschreiben des Ausgangsbestandes mit Transaktionen berechnet, um nicht transaktionsbedingte Veränderungen in den Finanzierungsinstrumenten auszuschließen.

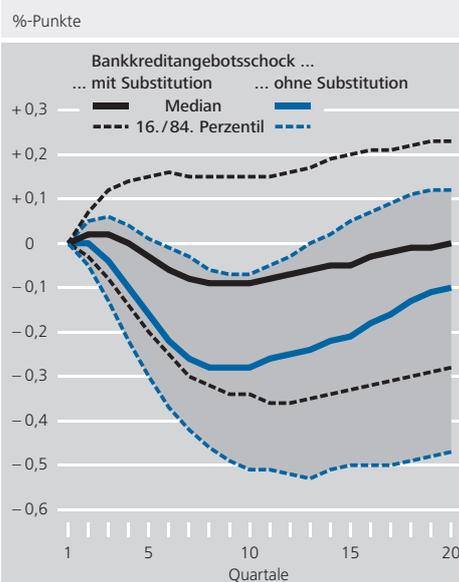
Identifiziert wird ein restriktiver Bankkreditangebotsschock mit Substitutionseffekten dabei durch einen Rückgang der Ströme an Bankkrediten, einen Anstieg des Kreditzinses und einen Anstieg der Ströme übriger Finanzierungsinstrumente. Die Identifikation eines Bankkreditangebotsschocks über gegenläufige Vorzeichenrestriktionen bei Bankkreditzinsen und Bankkreditvolumen kann dabei aus einer Vielzahl an theoretischen Modellen abgeleitet werden und ist in der empirischen Literatur weit verbreitet.<sup>5)</sup> Die positive Vorzeichenrestriktion auf die übrigen Finanzierungsinstrumente ist inspiriert durch die Arbeit von Becker und Ivashina (2014), die postulieren, dass ein negativer Bankkre-

5 Theoretische Modelle, anhand derer gegenläufige Vorzeichenrestriktionen für Bankkreditzinsen und Bankkreditvolumen abgeleitet werden können, sind z. B.: V. Cúrdia und M. Woodford (2010), Credit spreads and monetary policy, *Journal of Money, Credit and Banking* 42 (S1), S. 3–35; sowie A. Gerali, S. Neri, L. Sessa und F. Signoretto (2010) Credit and Banking in a DSGE model of the euro area, *Journal of Money, Credit and Banking* 42 (S1), S. 107–141. Empirische Arbeiten, die diese Vorzeichenrestriktionen verwenden, sind z. B.: U. Busch, M. Scharnagl und J. Scheithauer (2010), Loan supply in Germany during the financial crisis, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 05/2010; N. Hristov, O. Hülsewig und T. Wollmershäuser (2012), Loan supply shocks during the financial crisis: Evidence for the Euro area, *Journal of International Money and Finance* 31 (3), S. 569–592; L. Gambetti und A. Musso (2016), Loan supply shocks and the business cycle, *Journal of Applied Econometrics*, Vol 32 (4), S. 764–782; sowie Deutsche Bundesbank, Zur jüngeren Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Raum, Monatsbericht, September 2015, S. 15 ff.

6 Vgl.: B. Becker und V. Ivashina (2014), a. a. O. In der oben zitierten Literatur kann es bei Kreditangebotsschocks grundsätzlich auch zu einem Gleichlauf beider Finanzierungsinstrumente kommen. Somit wird hier nur eine Untermenge dieser Schocks abgedeckt.

7 Zur Abgrenzung des Bankkreditangebotsschocks von Güterangebots- und Nachfrageschocks werden in beiden Spezifikationen zusätzliche Nullrestriktionen auf die realen Unternehmensinvestitionen und den Deflator für die gesamtwirtschaftlichen Bruttoanlageinvestitionen gelegt. Vgl. für eine ähnliche Vorgehensweise z. B.: M. Breitenlechner, J. Scharler und F. Sindermann (2016), Banks' external financing costs and the bank lending channel: Results from a SVAR analysis, *Journal of Financial Stability*, Vol. 26, S. 228–246; S. Eickmeier und B. Hofmann (2013), Monetary Policy, Housing Booms, And Financial (Im)Balances, *Macroeconomic Dynamics* 17 (4), S. 830–860; sowie G. Peersman und W. Wagner (2015), Shocks to Bank Lending, Risk-Taking, Securitization, and their Role for U.S. Business Cycle Fluctuations, CEPR Discussion Papers Nr. 10547.

### Reaktion der realen Investitionen der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum auf Bankkreditangebotsschocks<sup>3)</sup>



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. \* Schock in Höhe einer Standardabweichung. Die Impuls-Antwort-Folgen entstammen einem strukturellen VAR-Modell, das mit Vorzeichen- und Nullrestriktionen identifiziert wurde.  
 Deutsche Bundesbank

ditangebotsschock zwangsläufig mit der Erhöhung der Nachfrage nach anderen Finanzierungsmitteln einhergeht.<sup>6)</sup> Dem wird ein Bankkreditangebotsschock gegenübergestellt, bei dem es kontemporär zu keiner Substitution der rückläufigen Bankkredite durch andere Finanzierungsinstrumente kommt. Technisch implementiert wird dies, indem den Strömen der anderen Finanzierungsinstrumente eine zusätzliche Nullrestriktion auferlegt wird.<sup>7)</sup>

Das Schaubild oben stellt die Reaktion der realen Unternehmensinvestitionen auf den Bankkreditangebotsschock mit und ohne Substitutionseffekte durch andere Finanzierungsinstrumente dar. Dabei zeigen die durchgezogenen Linien den Median und die gestrichelten Linien das 16. und 84. Perzentil der Verteilung möglicher Verläufe der realen Unternehmensinvestitionen. Der Median der Verteilung kann als eine zentrale Tendenz der möglichen Verläufe angesehen werden. Verläuft die Masse der Wahrschein-

lichkeitsverteilung, abgegrenzt durch das 16. und 84. Perzentil, unter (über) der Nulllinie, wird hier davon ausgegangen, dass der Effekt des Schocks auf die jeweilige Variable mit einer hohen Wahrscheinlichkeit negativ (positiv) ist.

Die Schätzergebnisse legen nahe, dass ein restriktiver Bankkreditangebotsschock, bei dem es zu keiner Substitution der Bankkredite durch andere Finanzierungsinstrumente kommt, mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zu einem Einbruch der realen Unternehmensinvestitionen führt. Der Höhepunkt des Rückgangs wird nach etwa neun Quartalen erreicht. Anschließend läuft die Wirkung des Schocks langsam aus. Erfolgt eine Substitution der rückläufigen Bankkredite durch andere Finanzierungsmittel, schwächt sich der Einbruch der Investitionen im Median der Verteilung hingegen ab und ist nur noch mit einer deutlich geringeren Wahrscheinlichkeit negativ. Die Ergebnisse der empirischen

Untersuchung deuten somit an, dass die Möglichkeit, Bankkredite durch andere Finanzierungsmittel zu ersetzen, die negativen Effekte eines restriktiven Bankkreditangebotsschocks auf die Investitionstätigkeit der nichtfinanziellen Unternehmen abschwächen könnte.<sup>8)</sup>

<sup>8</sup> Diese Resultate stehen in Einklang mit den theoretischen Erkenntnissen in: F. De Fiore und H. Uhlig (2015), a. a. O., und den mikroökonomischen Ergebnissen in: B. Becker und V. Ivashina (2014), a. a. O., und R. Levine, C. Lin und W. Xie (2016), a. a. O.

## ■ Schlussfolgerungen

*Seit 2008 Verschiebung von Fremd- zu Eigenkapital und von Bankkrediten zu anderen Schuldinstrumenten, ...*

Die Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum hat sich in den letzten Jahren deutlich gewandelt. So war die Außenfinanzierung in den 2000er Jahren primär durch Zuflüsse von Fremdkapital, hierunter überwiegend in Form von Bankkrediten, geprägt. Mit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise verschob sich die Außenfinanzierung von Fremd- zu Eigenkapital und innerhalb des Fremdkapitals von Bankkrediten zu anderen Schuldinstrumenten. Gleichzeitig verlor die Außenfinanzierung gegenüber der Innenfinanzierung an Bedeutung.

Die Verschiebung hin zu einem höheren Anteil der Innen- und Eigenkapitalfinanzierung in

Kombination mit einer stärker diversifizierten Fremdfinanzierungsstruktur dürfte dazu beitragen, die Finanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen weniger anfällig für temporäre finanzielle Restriktionen bei einzelnen Kapitalgebern, insbesondere Banken, zu machen. Die anvisierte Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion könnte diesen Prozess weiter vorantreiben. Für die Geldpolitik ist es im Hinblick auf die Übertragung geldpolitischer Impulse über die verschiedenen Transmissionskanäle wichtig, das veränderte Finanzierungsverhalten und die damit einhergehende Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen fortwährend zu beobachten und zu analysieren.

*... die die nichtfinanziellen Unternehmen des Euroraums widerstandsfähiger machen könnte*