



Dr. Daniel Hartmann
Senior Analyst Economics

TLTROs – Wunderwaffe gegen die Kreditklemme?

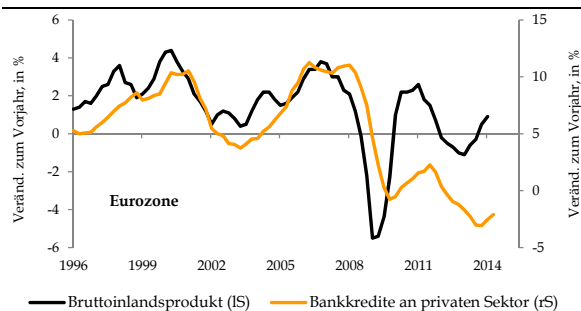
28. Juli 2014

www.bantleon.com

Die Banken sind – wie immer – die Buhmänner

Die zögerliche Kreditvergabe der Banken wird als eines der grössten Probleme für die wirtschaftliche Erholung in der Eurozone angesehen. Die Zahlen sind in der Tat niederschmetternd. Seit Ende 2011 sank der Bestand der Bankkredite an den privaten Sektor um mehr als 500 Mrd. EUR oder 5%, was beispiellos in der Geschichte der Euroländer ist. Besonders schleppend verläuft die Kreditvergabe an Unternehmen. Hier ist das Volumen der Bankkredite in den vergangenen Jahren sogar um 10% geschrumpft. Bis zuletzt wurde der Vorjahresbestand um knapp 3,0% unterboten, in Spanien gar um 11,5%. Aber selbst Deutschland verzeichnet keine Zuwächse bei den Firmenkrediten (-0,2%).

Abb. 1: Bankkredite als Wachstumsbremse?



Quellen: EZB, Eurostat, BANTLEON

Vergleicht man die Kreditexpansion mit dem BIP-Wachstum ist spätestens seit Ende 2011 eine Entkopplung zwischen beiden Grössen sichtbar (vgl. Abb. 1). Dies legt zumindest nahe, dass die Kreditpolitik der Banken zu restriktiv ist. In die gleiche Kerbe schlägt die EZB. Sie sieht derzeit im schwachen (bzw. negativen) Kreditwachstum das grösste Wachstumsrisiko. Die neuen Liquiditätsmassnahmen, in deren Zentrum die gezielten Langfristender (TLTROs) stehen, sollen Abhilfe schaffen. Wird die EZB damit den entscheidenden Impuls setzen?

Auf den Kreditimpuls kommt es an!

Zunächst muss die Frage beantwortet werden, ob überhaupt eine Kreditklemme in der Eurozone vorliegt. Die alleinige Betrachtung der Kreditbe-

stände führt in die Irre. Ob der Ausgabenspielraum einer Wirtschaft zunimmt, hängt nicht vom Kreditbestand ab, sondern von der Entwicklung der Kreditflows – also der neu vergebenen Kredite.

Ist das Kreditvolumen eines Landes z.B. im vergangenen Jahr von 1.000 auf 1.100 Mrd. EUR gewachsen und steigt es im laufenden Jahr weiter auf 1.150 Mrd. EUR, hat der Bestand zwar nochmals zugelegt, der Kreditzuwachs hat sich aber gegenüber dem Vorjahr von 100 auf 50 Mrd. EUR halbiert. Entsprechend mindert sich der zusätzliche Liquiditätsspielraum der Wirtschaft – im Fachjargon spricht man von einem rückläufigen »Kreditimpuls«. Umgekehrt kann trotz abnehmender Bestände die Kreditneuvorgabe bereits wieder zunehmen – der Kreditimpuls also ins Positive drehen. Dies soll anhand eines Beispiels erläutert werden (vgl. Tab. 1).

Tab. 1: Kreditimpuls versus Kreditbestand

Mio. EUR	Kreditbestand	Liquidität	Kreditimpuls
Jahr 0	0	100	0
Jahr 1	-20	80	-20
Jahr 2	-30	70	-10
Jahr 3	-10	90	20

Quelle: BANTLEON

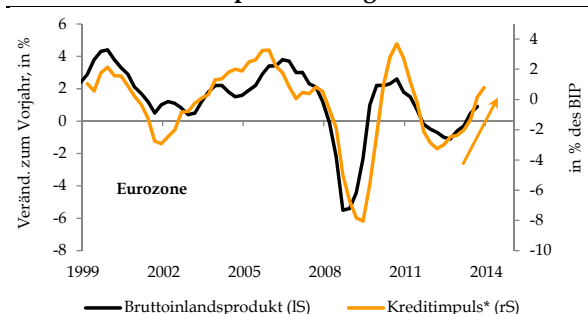
Ein Unternehmen verfügt aus seiner Geschäftstätigkeit über einen jährlichen Ausgabenspielraum von 100 Mio. EUR. Die Geschäftsleitung entschliesst sich nunmehr Altschulden zu tilgen. Im Jahr 1 werden dafür 20 Mio. EUR beiseitegelegt. Die Folge ist, dass der Liquiditätsspielraum gegenüber dem Vorjahr von 100 Mio. EUR auf 80 Mio. EUR sinkt. Der Kreditimpuls beträgt -20 Mio. EUR.

Im zweiten Jahr wird die Tilgung auf 30 Mio. EUR erhöht. In entsprechendem Ausmass sinkt der Kreditbestand. Der Ausgabenspielraum reduziert sich indes nicht um 30 Mio. EUR, sondern lediglich von 80 auf 70 Mio. EUR, also um 10 Mio. EUR. Mithin sinkt der negative Kreditimpuls im Vergleich zum ersten Jahr.

Im dritten Jahr wird die Tilgung auf 10 Mio. EUR verringert. Das Unternehmen hat somit statt 70 Mio. EUR wieder 90 Mio. EUR Liquidität zur

Verfügung. Mit anderen Worten, trotz eines noch-malig rückläufigen Kreditbestandes ist der Kreditimpuls bereits wieder positiv (+20 Mio. EUR).

Abb. 2: Der Liquiditätsentzug durch Kredittilgung hat bereits spürbar nachgelassen

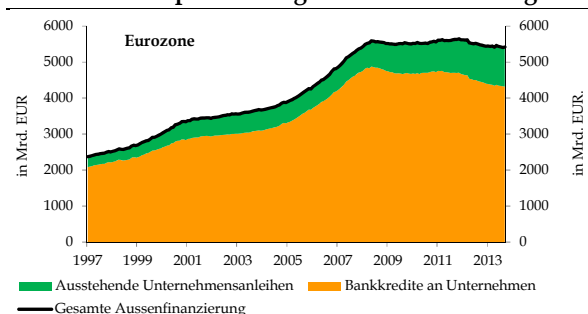


Quellen: EZB, Eurostat, BANTLEON; *Veränderung des Kreditwachstums in % des BIP

Genau dies ist derzeit auch in der Eurozone zu beobachten. Schrumpfte der Bestand an Krediten an Privathaushalte und Unternehmen im 2. Quartal 2013 noch um 250 Mrd. EUR (im Vergleich zum Vorjahr), waren es im 2. Quartal 2014 nur noch 170 Mrd. EUR. Der Liquiditätsentzug durch Kredittilgung nimmt ab. Infolgedessen hat sich der Ausgabenspielraum der Privatwirtschaft erhöht – der Kreditimpuls ist positiv. Dies hat im Endeffekt ausgereicht, um eine moderate Erholung der Inlandsnachfrage zu finanzieren. Mithin ist der Kreditimpuls enger zum BIP-Wachstum korreliert als die Kreditbestände (vgl. Abb. 2). Im Ergebnis kann von einer generellen Kreditklemme in der Eurozone nicht gesprochen werden.

Vieles spricht gegen eine breite Kreditklemme

Abb. 3: Kapitalmarkt gewinnt an Bedeutung



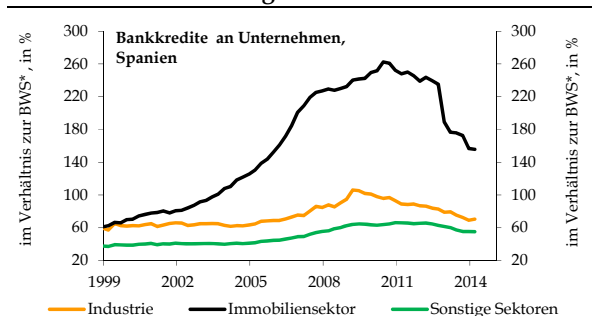
Quellen: EZB, BANTLEON

Noch andere Indizien deuten darauf hin, dass die stark rückläufigen Bestände an Bankkrediten die Lage überzeichnen. So ist bei Grossunternehmen seit 2009 eine wachsende Tendenz zur Kapitalmarkt- statt Bankenfinanzierung beobachtbar. Die hohe Nachfrage nach »Corps« und die günstigen Konditionen an den Anleihenmärkten laden hierzu gerade ein. BBB-Industrieunternehmen der Eurozone müssen den Investoren derzeit im Mittel

gerade einmal 1,20% bieten.¹ Seit Ende 2011 hat sich das ausstehende Volumen der Unternehmensanleihen um 250 Mrd. EUR erhöht, was zumindest eine Teilkompensation der schrumpfenden Bankkredite (-440 Mrd. EUR) darstellt (vgl. Abb. 3).

Darüber hinaus spiegelt sich in den rückläufigen Kreditbeständen in Südeuropa auch der notwendige Bereinigungsprozess im Immobiliensektor wider. Vor allem in Spanien hat der Immobilienboom nicht nur zu Exzessen bei Hypothekenkrediten an Privathaushalte geführt. Auch die Bauwirtschaft hatte sich viel zu stark verschuldet. Auf dem Höhepunkt lagen die Verbindlichkeiten dieses Sektors im Verhältnis zur Bruttowertschöpfung bei 260% (vgl. Abb. 4). Der Schuldenberg der Unternehmen fiel damit doppelt so hoch aus wie im Durchschnitt der Eurozone. Das in diesem Bereich stattfindende Deleveraging ist folglich zu begrüssen und kein Ausdruck einer Kreditklemme.

Abb. 4: Entschuldung im Bausektor unerlässlich



Quellen: Banco de España, BANTLEON; *BWS = Bruttowertschöpfung

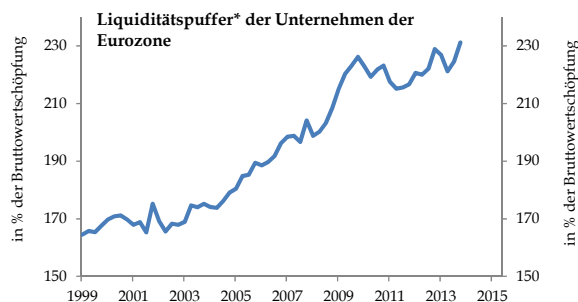
Notwendig ist stattdessen, dass die Banken die exportorientierte Industrie ausreichend mit Kredit versorgen und damit den Strukturwandel in der spanischen Wirtschaft unterstützen. Gemäss den Daten der spanischen Notenbank fand zwar bei den Industrieunternehmen in den vergangenen Jahren ebenfalls ein gewisses Deleveraging statt (vgl. Abb. 4). Mittlerweile liegt das Schuldenniveau aber auf einem sehr gemässigten Niveau (70% im Verhältnis zur Bruttowertschöpfung). Die jüngsten Zahlen deuten entsprechend auf ein Ende des Schuldenabbaus in diesem Sektor hin.

Dass Investitionen in der Eurozone häufig nicht am Geld, sondern an der immer noch grossen Verunsicherung scheitern, zeigt sich auch bei der Betrachtung der Liquiditätslage der Unternehmen. So geht aus EZB-Daten hervor, dass die Liquiditätspuffer der Unternehmen der Eurozone (Summe aus Bargeld, Bankeinlagen, Anleihenbeständen und Investmentfonds) mit 2.850 Mrd. EUR oder 230% der Bruttowertschöpfung so hoch liegen wie noch

¹ Die Zinssätze für grossvolumige Bankkredite (> 1,0 Mio. EUR) lagen gemäss EZB hingegen zuletzt in der Eurozone bei durchschnittlich knapp 3,0%.

nie (vgl. Abb. 5). Es wären also in vielen Fällen durchaus die Mittel vorhanden, um zu investieren – und zwar ganz ohne Bank.

Abb. 5: Unternehmen schwimmen in Liquidität



Quellen: EZB, BANTLEON;
*Bargeld, Bankeinlagen, Anleihen, Investmentfonds

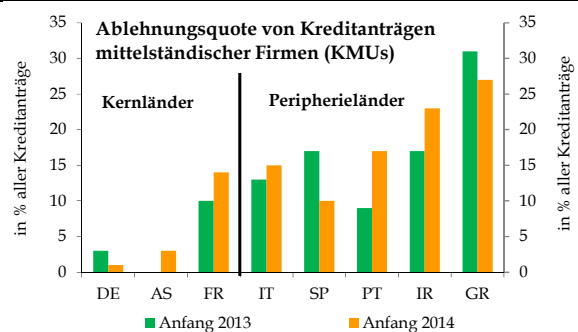
Alles in allem sprechen sowohl der anziehende Kreditimpuls als auch die hohen Liquiditätspolster der Unternehmen, der Kapitalmarktboom und das notwendige Deleveraging im Immobiliensektor gegen eine breite Kreditklemme in der Eurozone. Heisst das, die TLTROs laufen von vornherein ins Leere?

Partielle Kreditklemme in Südeuropa

Die EZB wird nicht müde darauf hinzuweisen, dass vor alle Kleinunternehmen aus Südeuropa unter einem erschwerten Kreditzugang leiden. Hinweise darauf ergeben sich unter anderem aus der halbjährlichen EZB-Umfrage zum Finanzierungszugang klein- und mittelständischer Unternehmen (KMUs).

Demnach werden z.B. Kreditanträge von KMUs wesentlich häufiger von Banken zurückgewiesen als die von Grossunternehmen (> 250 Mitarbeiter). Im 1. Quartal 2014 lag die Ablehnungsquote bei immerhin 11% (gegenüber 2% bei Grossunternehmen), in Südeuropa erreicht das Niveau zum Teil an die 30% (vgl. Abb. 6).

Abb. 6: Regionale Kreditklemme



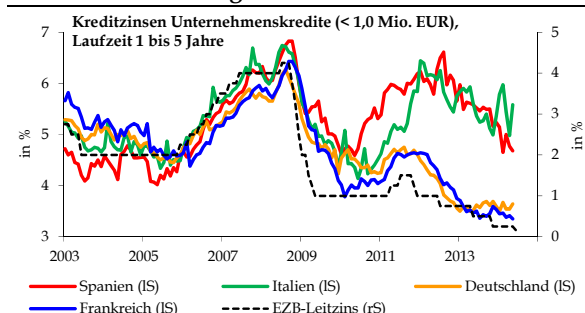
Quellen: EZB, BANTLEON

Aus der Befragung geht ebenso hervor, dass sich die Ertragslage der KMUs in den vergangenen

Quartalen weniger stark verbessert hat als in den Grossunternehmen und somit ihre Abhängigkeit von externen Finanzierungsquellen grösser ist.

Schliesslich werden den KMUs auch die schlechteren Kreditkonditionen gewährt. Gemäss EZB-Zinsumfrage weisen Kleinkredite (< 1,0 Mio. EUR) mit mittleren Laufzeiten einen durchschnittlichen Aufschlag von 100 bis 300 Bp gegenüber Grosskrediten (> 1,0 Mio. EUR) auf. Darüber hinaus kommt hier gleichfalls die regionale Differenzierung zum Tragen. Südeuropäische KMUs sind mit systematisch höheren Bankkreditzinsen konfrontiert als ihre Konkurrenz im Norden, was der EZB ein besonderer Dorn im Auge ist (vgl. Abb. 7).

Abb. 7: Vom einheitlichen Bankkreditzins ist die Währungsunion weit entfernt



Quellen: EZB, BANTLEON

2015 sollte das Deleveraging auslaufen

Wie oben beschrieben, genügte in den vergangenen Monaten bereits ein kleiner positiver Kreditimpuls – der vor allem der abnehmenden Kredittilgung zu verdanken war –, um die moderate Konjunkturerholung in der Eurozone zu finanzieren.

Mit Blick voraus ist indes eine Beschleunigung des BIP-Wachstums von derzeit knapp 1,0% auf 1,5% bis 2,0% nicht nur wünschenswert, sondern zur Beseitigung der Deflationsgefahren unerlässlich. Für die Finanzierung dieses forcierten Aufschwungs reicht allerdings kein gedrosseltes Deleveraging mehr aus. Vielmehr müssten die Kreditbestände spätestens im 2. Halbjahr 2015 wieder absolut zunehmen und somit die Banken ihre Bilanzen auf breiter Front ausdehnen. Nach unseren Berechnungen ist folgende Entwicklung der Kreditflows erforderlich, um 2015 und 2016 1,5% bis 2,0% Wachstum zu finanzieren: Ausgehend von -250 Mrd. EUR im Jahr 2013 über -150 Mrd. EUR im Jahr 2014 sowie ±0 Mrd. EUR 2015 bis hin zu +250 Mrd. EUR 2016. Insgesamt ist ein Turnaround bei den Kreditflows um 450 Mrd. EUR innerhalb von drei Jahren erforderlich.

Die EZB hat Zweifel daran, ob die Banken diese Kreditwende stemmen können, und spricht daher

von einer Brückenfunktion, welche die Notenbank übernehmen müsste. Ist die Ausgestaltung der TLTROs in dieser Hinsicht zielführend?

Was ist von den TLTROs zu erwarten?

Die neuen Langfristender sind von den Konditionen her sehr attraktiv gestaltet. Die Laufzeit beträgt bis zu vier Jahre, der Zinssatz ist extrem tief (Leitzins +10 Bp) und bis zur Fälligkeit festgeschrieben.

Die Bereitstellung der Gelder erfolgt in zwei Phasen. In den diesjährigen Auktionen (September und Dezember) dürfen die Banken jeweils bis zu 7% ihres ausstehenden Kreditvolumens an den privaten Sektor (ohne Hypothekenkredite) ersteigern. Bezogen auf den gesamten Bankensektor beläuft sich das potentielle Volumen auf knapp 400 Mrd. EUR (vgl. Tab. 2).

Tab. 2: Erste Runde der TLTROs

	Kredite an privaten Sektor in Mrd. EUR*	7%	Trend vor April 2014**
Eurozone	5690	398	-0.3
Deutschland	1350	95	-0.1
Frankreich	1099	77	-0.1
Italien	1075	75	-0.2
Spanien	769	54	-1.0
Griechenland	139	10	-0.5
Portugal	120	8	-0.7
Irland	110	8	-0.7
Peripherie	2213	155	-0.6

Quellen: EZB, BANTLEON; *ohne Hypothekenkredite, **durchschnittliche Monatsveränderung

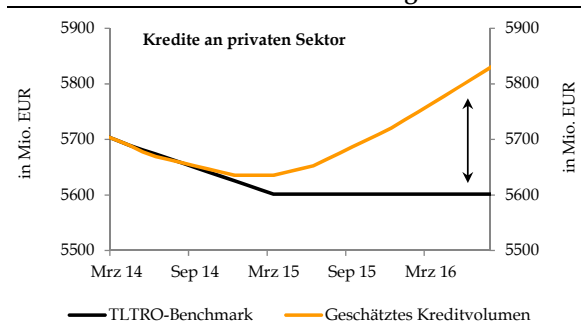
In den restlichen sechs Auktionen (zwischen März 2015 und Juni 2016) können sich die Banken weitere Mittel sichern. Der Umfang ist auf das Dreifache der Nettokreditaufnahme zwischen April 2014 und dem jeweiligen Auktionstermin beschränkt. Die Nettokreditaufnahme wird als Differenz zwischen dem Kreditbestand (zum entsprechenden Auktionstermin) und einer Referenzgröße errechnet.

Bei der Festlegung der Referenzgröße werden wiederum zwei Fälle unterschieden. Für Banken, die vor dem April 2014 einen Aufwärtstrend bei der Kreditvergabe aufwiesen, ist der Darlehensbestand zum 30. April die Benchmark. Liegt dessen Niveau z.B. bei 100 Mio. EUR und steigt das Kreditvolumen bis März 2015 auf 120 Mio. EUR, können zusätzliche TLTROs in Höhe von 60 Mio. EUR (= Nettokreditaufnahme x 3) ersteigert werden.

Banken, deren Kreditvergabe vor April 2014 rückläufig war, kommt die EZB entgegen. Die Benchmark zu Berechnung der Nettokreditaufnahme passt sich zunächst dem fallenden Trend an. Es reicht daher aus, den Deleveragingprozess zu bremsen, um an zusätzliche Gelder zu gelangen.

Um das potentielle TLTRO-Volumen aus der zweiten Zuteilungsrunde abzuschätzen, gehen wir davon aus, dass etwa die Hälfte aller Banken eine konstante, die andere Hälfte eine fallende Referenzgröße aufweist.² Wird des Weiteren die oben skizzierte Kreditentwicklung für die Eurozone unterstellt, würde der Darlehensbestand der Banken im Juni 2016 den Referenzwert um ca. 200 Mrd. EUR übersteigen (vgl. Abb. 8). Somit könnten insgesamt 600 Mrd. EUR über die zweite Runde der TLTROs abgerufen werden. Das von *Mario Draghi* anlässlich der jüngsten EZB-Sitzung in den Raum gestellte Zielniveau der TLTROs in Höhe von 1.000 Mrd. EUR erscheint somit realistisch.

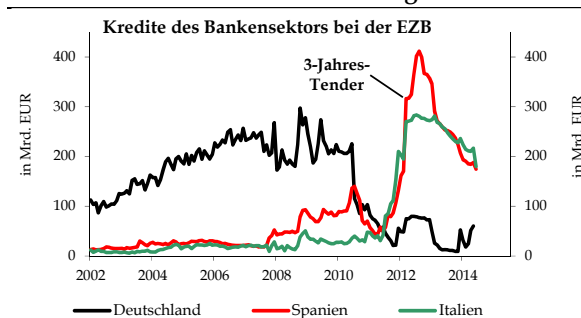
Abb. 8: Kreditvolumen dürfte 2016 deutlich über TLTRO-Benchmark liegen



Quellen: EZB, BANTLEON

Werden die Banken aber das potentielle Volumen auch abrufen? Wahrscheinlich ist, dass die Finanzinstitute der Peripherieländer kräftig zugreifen. Zum einen deshalb, weil sie die aktuellen 3-Jahres-Tender immer noch stark in Anspruch nehmen (vgl. Abb. 9). Diese werden aber Anfang 2015 fällig. Die neuen TLTROs bieten daher einen willkommenen Ersatz.

Abb. 9: Kreditvolumen dürfte 2016 deutlich über TLTRO-Benchmark liegen



Quellen: EZB, BANTLEON

Zum anderen liegen die Finanzierungskosten der Peripheriebanken deutlich über den Zinskosten der TLTROs (0,25%). So rentiert z.B. eine unbesicherte

² Für die fallende Referenzgröße wird der durchschnittliche Trend der Eurozone unterstellt (-0,3% pro Monat, siehe Tab. 2).

Bankenanleihe der italienischen Unicredit (BBB Rating) mit 3-jähriger Laufzeit derzeit bei knapp 2,0%. Es ist folglich naheliegend, dass die Peripheriebanken ihr Potential in diesem Jahr (155 Mrd. EUR, siehe Tab. 2) weit ausreizen werden und auch in den nächsten Jahren kräftig mitsteigern.

Anders sieht der Fall bei den Kernländerbanken aus. Sie haben bereits jetzt einen Liquiditätsüberschuss, was sich unter anderem darin zeigt, dass sie kaum noch Offenmarktgeschäfte mit der EZB tätigen und die 3-Jahres-Tender weitgehend zurückbezahlt haben (vgl. Abb. 9). Ausserdem ist auch der Refinanzierungsvorteil für sie geringer.

Wir gehen daher davon aus, dass die Kernländerbanken ihr Potential zu weniger als 50% ausschöpfen werden. Dessen ungeachtet ist – dank der Peripheriebanken – insgesamt von einem TLTRO-Volumen von über 500 Mrd. EUR auszugehen. Der zusätzliche Kreditbedarf zur Finanzierung des Aufschwungs der nächsten Jahre (nach unserer Einschätzung 450 Mrd. EUR, siehe oben) liesse sich damit problemlos stemmen.

Abgesehen davon stellen die TLTROs jedoch in erster Linie eine Subventionierung der Peripheriebanken dar. Letztere werden einen Teil der niedrigeren Refinanzierungskosten an die Endkunden weiterreichen. Die Wirkung der Langfristender kommt demzufolge einer partiellen Leitzinssenkung in der Peripherie gleich.

Fazit und Ausblick

Zusammenfassend lässt sich festhalten: Trotz des Deleveragings in den Bankbilanzen dürfte die Investitionsnachfrage der Eurozone bislang kaum unter einer mangelnden Geldversorgung gelitten haben. Bestenfalls einige KMUs in Südeuropa wurden von einer unverhältnismässigen Kreditrestriktion der Banken ausgebremst. In dieser

Hinsicht werden die gezielten Langfristender Linderung mit sich bringen.

Somit ist in den TLTROs nichts anderes zu sehen, als ein zusätzlicher Konjunkturstimulus für Südeuropa, dessen Wirtschaft sich seit Mitte 2013 ohnehin im Aufwind befindet. Dieser zeigt sich nicht nur in den Stimmungsindikatoren, sondern auch in realwirtschaftlichen Zahlen wie den Pkw-Neuzulassungen, die zuletzt scharf nach oben gedreht haben. Was fehlt, ist noch eine breite Investitionsbelebung, die nunmehr durch die TLTROs gestützt wird.

Von der Wirkung her sind die neuen Massnahmen der EZB daher nicht mit einem grossvolumigen Anleihenkaufprogramm (QE) vergleichbar. Letzteres erzeugt – wie die Beispiele aus den USA, Japan und Grossbritannien zeigen – innerhalb kürzester Zeit und mit grosser Wucht stimulierende Wirkungen an den Finanzmärkten. Die positiven Effekte der TLTROs werden sich demgegenüber erst mit einiger zeitlicher Verzögerung entfalten. Der Vorwurf der Blasenförderung an den Finanzmärkten trifft damit auf die TLTROs weniger stark zu als auf QE.

Frei von Kollateralschäden sind aber auch die Langfristender nicht. So bietet die zur Verfügung gestellte Liquidität – wie bereits die 3-Jahres-Tender – Anreize für »Carry Trades« (EZB-Geld wird für den Kauf von Staatsanleihen »missbraucht«). Vor allem zementieren die TLTROs jedoch die Abhängigkeit zahlreicher Banken von der EZB-Refinanzierung und subventionieren damit zugleich die schwachen Bankensysteme in Südeuropa.

Rechtlicher Hinweis:

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.