

# Mario's Milliarden

## Die Wirkung der EZB-Politik auf Unternehmen

Vor allem bei Sparern stößt die Geldpolitik der EZB in den letzten Jahren auf zunehmende Kritik. Wem die lange Phase von niedrigen Zinsen und Liquiditätsschwemme allerdings helfen sollte, sind die Unternehmen in der Eurozone. Die Unternehmen sind der Schlüssel für neue Investitionen und Wachstum. Nicht nur für einen kurzfristigen neuen Aufschwung, sondern auch für nachhaltiges Wachstum und bessere Wettbewerbsfähigkeit im globalen Vergleich.

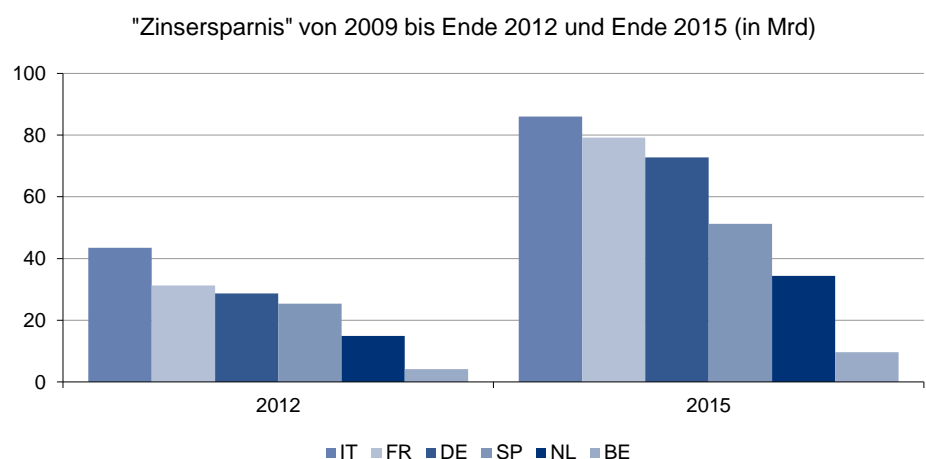
Der direkteste Kanal über den die EZB die Unternehmen erreicht, sind die Zinsen. Stark gefallene Kapitalmarktzinsen haben auch die Zinsen auf Unternehmenskredite nach unten gedrückt. Seit Anfang 2009 haben die Unternehmen in der Eurozone so gut 400 Milliarden Euro gespart, im Vergleich zu früheren Perioden. Viele Unternehmen haben die Niedrigzinsphase auch dazu benutzt, Kreditlaufzeiten zu verlängern. So stieg die durchschnittliche Laufzeit von Unternehmenskrediten in der Eurozone von knapp 5 Jahren (2008) auf fast 5 ½ Jahre (2015).

Man darf allerdings nicht vergessen, dass die Ersparnisse fiktiver Natur sind. Es fließt kein neues Geld in die Kassen der Unternehmen. Auch wenn die Gewinne der Unternehmen indirekt natürlich schon beeinflusst werden können. Vielmehr werden Unternehmer in wirtschaftlich unsicheren Zeiten froh sein, mehr Spielraum und Liquiditätspuffer zu haben. Gleichzeitig haben höhere Rückstellungen und geringere Renditen auf zinstragende Anlagen die fiktiven Ersparnisse automatisch verringert.

Die Investitionen im Euroraum haben von den Zinersparnissen noch nicht profitieren können. Die Gründe hierfür liegen nicht nur in Unsicherheiten über das Fortbestehen der Währungsunion, sondern auch in einer immer noch gestiegenen Verschuldung vieler Unternehmen. Nur in Spanien ist die Verschuldung in den letzten Jahren gesunken.

Die lockere Geldpolitik der EZB hat ihren Weg zwar in den Unternehmenssektor der Eurozone gefunden, ein hoher Verschuldungsgrad, negative Folgen der Niedrigzinspolitik auf der Anlageseite und fehlende Investitionsmöglichkeiten behindern allerdings die volle Entfaltung und stellen den Erfolg weiterer geldpolitischer Lockerungen in Frage.

### Unternehmen der Eurozone genießen Zinersparnisse durch EZB-Politik



Quelle: Barkow Consulting, ING Berechnungen

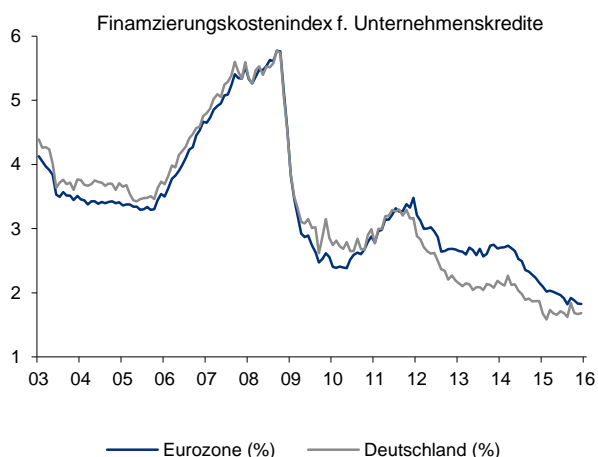
**Finanzkrise und EZB lassen Kapitalmarktzinsen auf noch nie dagewesene Tiefstände fallen...**

Seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise Mitte 2008 ist das Zinsniveau an den Kapitalmärkten vor allem durch massive Zentralbankeninterventionen drastisch gesunken. So sanken die Renditen auf deutsche 10-jährige Staatsanleihen von knapp 5% auf noch nie dagewesene Tiefstände von knapp über null Prozent. Der bisherige Tiefstand wurde am 20. April letzten Jahres mit einer Rendite von 0,075% erreicht. Zeitweise wurden deutsche Staatsanleihen mit Laufzeiten von bis zu sieben Jahren mit negativen Renditen gehandelt. Investoren werfen dem deutschen Staat das Geld regelrecht hinterher bzw. der Staat verdient Geld, wenn er einen Kredit braucht.

**...und auch die Kreditzinsen für Unternehmer erreichen neue Tiefstwerte**

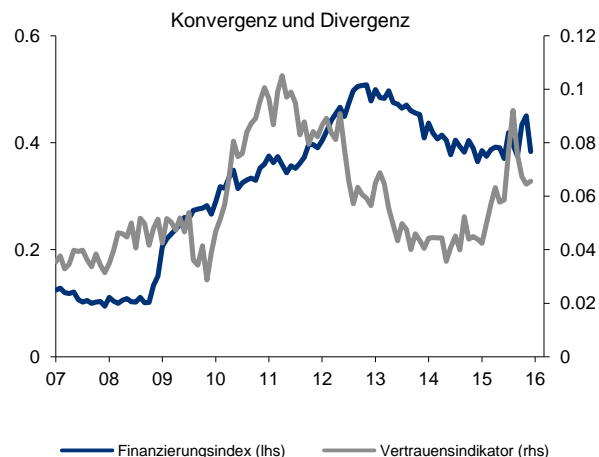
Ganz so weit ist es bei den Unternehmen noch nicht. Allerdings sind auch die Kreditkosten der Unternehmen seit 2008 dramatisch gesunken, da sie sich an den langfristigen Kapitalmarktzinsen orientieren. Dies gilt für Deutschland und die gesamte Eurozone. Wurden Unternehmenskredite mit einem Volumen von über EUR 1 Mio. und einer Laufzeit von über 5 Jahren Mitte 2008 noch für durchschnittlich 5,6% neu ausgereicht, betrug der Zinssatz für vergleichbare Kredite im September 2015 nur noch 2,2%. Entsprechend konnten die Unternehmen der Eurozone ihre Finanzierungskosten deutlich reduzieren.

**Fig 1 Kreditzinsen sind stark gesunken...**



Quelle: Thomson Reuters, ING Berechnungen. Der Index zeigt den gewichteten Zins auf Unternehmenskredite verschiedener Laufzeiten.

**Fig 2 ...und Unterschiede zwischen Ländern werden langsam wieder kleiner**



Quelle: Thomson Reuters, ING Berechnungen

**Geschenke von Mario?**

Während Sparer in der Eurozone also weniger über die Niedrigzinspolitik der EZB erfreut sind, haben Unternehmen von Super Mario profitiert. Es ist allerdings nicht ganz so einfach, den Gesamteffekt der Niedrigzinspolitik auf den Unternehmenssektor abzuleiten. Gesunkenen Kreditkosten stehen natürlich auch niedrigere Zinserträge auf Unternehmenseinlagen und -anlagen gegenüber. Hinzu kommt, dass größere Unternehmen in den letzten Jahren den Kapitalmarkt anzapfen konnten, während kleinere und mittelständische Unternehmen weiterhin von der Bankenfinanzierung abhängig waren. Um in diesem großen Dschungel doch ein kleines Gefühl für den Einfluss der niedrigen Zinsen auf den Unternehmenssektor zu bekommen, konzentrieren wir uns im Folgenden nur auf die Zinersparnisse der Unternehmen auf Bankkredite, die wir mithilfe des Modells von Barkow Consulting berechnet haben. Weitere Verbindlichkeiten wie z. B. Kredite von ausländischen Banken, Unternehmensanleihen, Schuldscheine, Kredite von Versicherungen oder in Fremdwährung werden nicht berücksichtigt. Als „neutrale“ Referenzperiode werden die drei Jahre vor dem Ausbrechen der Finanzkrise (also Mitte 2005 bis Mitte 2008) herangezogen.

**Jedenfalls belaufen sich die Zinersparnisse auf gut 400 Mrd. Euro...**

Aus den Modellberechnungen geht hervor, dass sich die reine Zinersparnis auf Bankkredite aller Unternehmen im Euroraum in der Periode von Januar 2009 bis Dezember 2015 auf gut 400 Mrd. Euro beläuft. Das sind knapp 10% des momentan

ausstehenden Kreditvolumens. Die höchsten Einsparungen konnten italienische Unternehmen (86 Mrd. Euro) feiern, gefolgt von französischen (79 Mrd. Euro) und deutschen (73 Mrd. Euro). Dass die größten drei Länder der Eurozone auch in der Top 3 stehen, überrascht nicht, dafür jedoch die Reihenfolge. Die Erklärung für die Unterschiede bei den großen Drei liegt in der Höhe des Kreditbestandes, der in Italien am höchsten ist. Die Höhe des Kreditbestandes ist erwartungsgemäß der wichtigste Einflussfaktor für Zinersparnis. Danach folgen Kreditlaufzeiten und der Anteil variabel verzinsten Kredite.

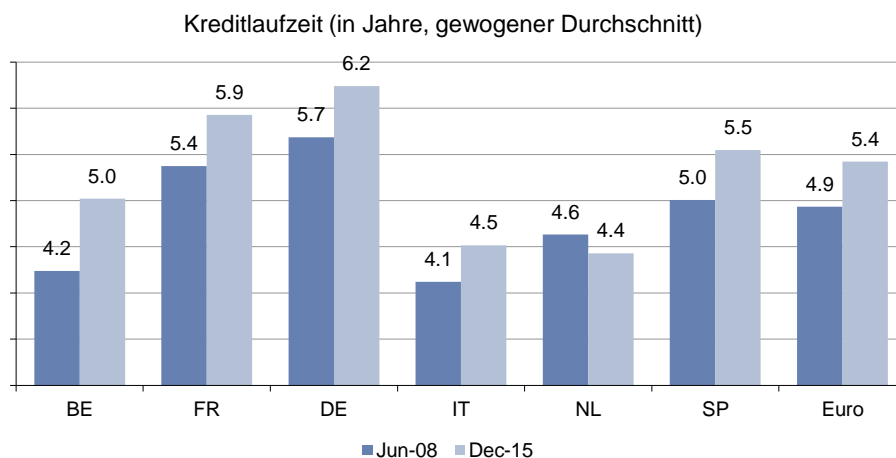
**...unterschiedlich verteilt auf die verschiedenen Euroländer, wobei Italien und die Niederlande relativ zur Wirtschaftskraft am meisten sparen**

Setzt man die Ersparnisse der einzelnen Länder ins Verhältnis zu ihrer wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit, ergibt sich ein völlig anderes Bild. So sind, bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2014, die Einsparungen der Unternehmen aus den Niederlanden und Italien mit weitem Abstand am größten. Deutschland und Belgien bilden hingegen weit abgeschlagen die Schlusslichter. In Relation zur Größe der gesamten Volkswirtschaft fällt die Zinersparnis in Belgien also weit weniger ins Gewicht als in den Niederlanden.

**Niedrige Zinsen haben Trend zu längeren Laufzeiten eingeläutet**

Bei der Betrachtung der Bankkredite von Unternehmen fällt auch auf, dass in fast allen Ländern der Trend zu längeren Kreditlaufzeiten ging. Betrug im Jahr 2008 die durchschnittliche (gewogene) Laufzeit von Unternehmenskrediten in der gesamten Eurozone noch weniger als 5 Jahre, waren es im Dezember 2015 schon 5 ½ Jahre. Die Niedrigzinsen haben – nicht überraschend – viele Unternehmen dazu veranlasst, längere Laufzeiten festzulegen.

**Fig 3 Der Trend geht zu längerer Zinsbindung**



Quelle: Barkow Consulting, ING Berechnungen

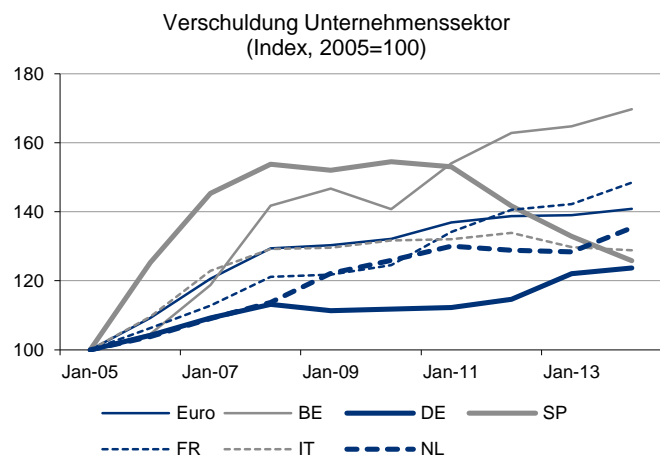
**Trotz Zinersparnissen wurde Verschuldung nicht abgebaut...**

Für Unternehmen stehen den Zinersparnissen auf Bankkredite allerdings auch neue Kosten bzw. geringere Erträge auf eigene Einlagen gegenüber. Es ist daher schwierig zu sagen, ob der Unternehmenssektor als Ganzes wirklich von der Niedrigzinspolitik der EZB profitiert. Ein Blick auf EZB- und Eurostat-Daten zu den Unternehmenssektoren in den verschiedenen Ländern zeigt, dass der Sektor als Ganzes in den meisten Ländern immer noch Nettoschuldner und kein Gläubiger ist. Trotz (oder vielleicht auch gerade wegen) niedriger Zinsen ist die Verschuldung in fast allen Ländern weiter gestiegen. Nur in Spanien wurde seit 2009 quasi „gezwungenermaßen“ der in der ersten Hälfte der 2000er Jahre aufgebaute Schuldenberg etwas abgetragen. Im Vergleich zum BIP ist die Verschuldung des Unternehmenssektors vor allem in Deutschland, aber auch in Italien, relativ niedrig. In Belgien, den Niederlanden, Frankreich und Spanien liegt der Verschuldungsgrad allerdings bei über 100% des BIP. Vielleicht ist das auch einer der Gründe, warum die Investitionen in der Eurozone in den letzten Jahren trotz niedriger Zinsen nicht so anziehen, wie viele sich das erhofft hatten.

...., während einige Länder allerdings eine Strukturveränderung bei der Fremdfinanzierung sahen und die Kapitalmarktfinanzierung stark zunahm

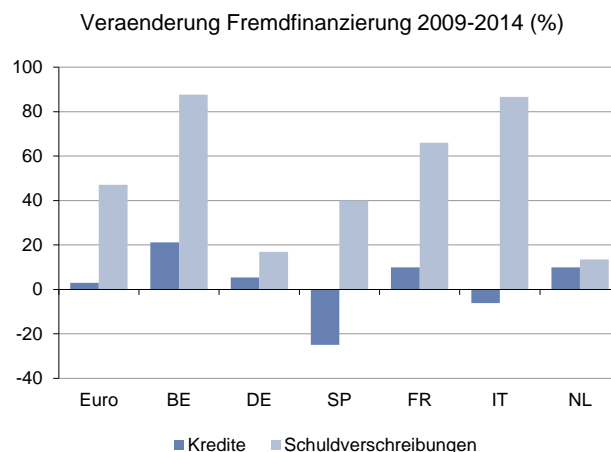
Die Art der Verschuldung hat sich aber in vielen Ländern in den letzten Jahren geändert. Viele Unternehmen haben im Laufe der Finanzkrise, begünstigt durch Probleme bei den Banken, niedrigen Zinsen und Liquiditätsschwemme, vermehrt den Kapitalmarkt angezapft. In Italien und Belgien gab es den stärksten Zuwachs von ausgegebenen Unternehmensanleihen. Frankreich und Spanien folgen kurz dahinter. Interessant ist dabei, dass es in Spanien und Italien sogar ein Schrumpfen des Kreditbestandes gab. Hier wurden also – deutlicher als in den anderen Ländern – Kredite wahrscheinlich durch Unternehmensanleihen ersetzt. In Deutschland und den Niederlanden veränderte sich die Struktur der Fremdfinanzierung in den letzten Jahren hingegen nicht.

**Fig 4 Verschuldungsgrad nimmt fast nirgendwo ab**



Quelle: Eurostat, ING Berechnungen

**Fig 5 Unternehmen zapfen vermehrt Kapitalmarkt an**



Quelle: Eurostat, ING Berechnungen

Alles in allem scheint die lockere Geldpolitik der EZB ihren Weg zwar in den Unternehmenssektor der Eurozone gefunden zu haben, ein hoher Verschuldungsgrad, negative Folgen der Niedrigzinspolitik auf der Anlageseite und fehlende Investitionsmöglichkeiten behindern aber noch die volle Entfaltung der Geldpolitik. Die günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten nehmen zwar den Druck von Unternehmen, befreien sie aber nicht von der Schwierigkeit des Findens rentabler Investitionsmöglichkeiten. Daher ist es auch noch lange nicht gesagt, ob eine nächste Runde geldpolitischer Lockerung endlich die erhoffte Wirkung haben wird.

### Methode von Barkow Consulting

Die Berechnungen zur Zinersparnis der Unternehmen beziehen sich auf in Euro ausgereichte Unternehmenskredite nationaler Banken. Weitere Verbindlichkeiten wie z. B. Kredite von ausländischen Banken, Unternehmensanleihen, Schuldscheine, Kredite von Versicherungen oder in Fremdwährung werden nicht berücksichtigt. Sie erhöhen die Einsparungen allerdings noch weiter. Einnahmemindernd wirkt sich hingegen die geringere Verzinsung der Bankeinlagen von Unternehmen aus. Dieser Effekt wurde im Rahmen der Analyse nicht quantifiziert.

Es wurde die Unternehmensdefinition der Europäischen Zentralbank zugrunde gelegt. Sie umfasst keine Selbständigen und freien Berufe sowie keine Versicherungen oder reine Finanzierungszweckgesellschaften (Special Purpose Vehicle).

## Disclosure Appendix/ Wichtige rechtliche Hinweise

### Erklärung des Analysten

Der/die Autor(en) dieser Publikation versichert(n), dass die geäußerten Einschätzungen seine/ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben. Weiterhin wird versichert, dass weder ein direkter noch indirekter Zusammenhang zwischen der Dotierung und den in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen oder Empfehlungen bestand, besteht oder zukünftig bestehen wird.

Sofern ein möglicher Interessenskonflikt vorliegen sollte wird dieser offengelegt.

### Wichtige Unternehmensinformationen

Wichtige Informationen finden Sie unter: <https://www.ing-diba.de/ueber-uns/unternehmen/impressum/>

Die Vergütung des/der Research Analysten ist nicht abhängig von bestimmten Investment Banking Transaktionen, aber gemessen am Gesamtumsatz, zu welchem auch das Commercial Banking einen Beitrag leistet.

Kurse: Sofern nichts anderes angegeben, beziehen sich die Kursangaben auf den Schlusskurs des jeweiligen Vortages (Handelstag).

Interessenkonflikt-Policy: Die ING regelt und überwacht Interessenskonflikte, die bei der Erstellung und Verbreitung von Research Material entstehen können durch interne Datenquellen, Bekanntmachung gegenüber relevanten Personen und Chinese Walls durch ING Compliance.

Analyst: Der Autor dieser Veröffentlichung ist gegebenenfalls nicht als Analyst registriert oder zugelassen für die NYSE und/oder NASD. Weiterhin ist der Autor möglicherweise keine der ING Financial Markets LLC assoziierte Person und unterliegt damit gegebenenfalls nicht den Restriktionen der Rule 2711 hinsichtlich der Kommunikation mit betroffenen Unternehmen, öffentlichem Auftreten und dem Handel mit Wertpapieren im eigenen Bestand.

Konzerngesellschaften: Jede ING Einheit die Research Material erstellt und veröffentlicht ist eine Tochtergesellschaft, Niederlassung oder dem Konzern angeschlossenes Unternehmen der ING Bank N.V.. Die entsprechenden Konzerngesellschaften sowie die zuständige Aufsichtsbehörde entnehmen Sie bitte der Rückseite/Folgesseite.

<b>AMSTERDAM</b> Tel: 31 20 563 8955	<b>BRUSSELS</b> Tel: 32 2 547 2111	<b>LONDON</b> Tel: 44 20 7767 1000	<b>NEW YORK</b> Tel: 1 646 424 6000	<b>SINGAPORE</b> Tel: 65 6535 3688
<b>Bratislava</b> Tel: 421 2 5934 6111	<b>Geneva</b> Tel: 41 22 593 8050	<b>Manila</b> Tel: 63 2 479 8888	<b>Prague</b> Tel: 420 257 474 111	<b>Taipei</b> Tel: 886 2 8729 7600
<b>Bucharest</b> Tel: 40 21 222 1600	<b>Hong Kong</b> Tel: 852 2848 8488	<b>Mexico City</b> Tel: 52 55 5258 2000	<b>Sao Paulo</b> Tel: 55 11 4504 6000	<b>Tokyo</b> Tel: 81 3 3217 0301
<b>Budapest</b> Tel: 36 1 235 8800	<b>Istanbul</b> Tel: 90 212 329 0752	<b>Milan</b> Tel: 39 02 89629 3610	<b>Seoul</b> Tel: 82 2 317 1800	<b>Warsaw</b> Tel: 48 22 820 5018
<b>Buenos Aires</b> Tel: 54 11 4310 4700	<b>Kiev</b> Tel: 380 44 230 3030	<b>Moscow</b> Tel: 7 495 755 5400	<b>Shanghai</b> Tel: 86 21 2020 2000	
<b>Dublin</b> Tel: 353 1 638 4000	<b>Madrid</b> Tel: 34 91 789 8880	<b>Paris</b> Tel: 33 1 56 39 32 84	<b>Sofia</b> Tel: 359 2 917 6400	

**Research offices:** legal entity/address/primary securities regulator

<b>Amsterdam</b>	ING Bank N.V., Foppingadreef 7, Amsterdam, Netherlands, 1102BD. <i>Netherlands Authority for the Financial Markets</i>
<b>Brussels</b>	ING Belgium S.A./N.V., Avenue Marnix 24, Brussels, Belgium, B-1000. <i>Financial Services and Market Authority (FSMA)</i>
<b>Bucharest</b>	ING Bank N.V. Amsterdam - Bucharest Branch, 48 Lancu de Hunedoara Bd., 011745, Bucharest 1, Romania. <i>Romanian National Securities and Exchange Commission, Romanian National Bank</i>
<b>Budapest</b>	ING Bank N.V. Hungary Branch, Dozsa Gyorgy ut 84B, H - 1068 Budapest, Hungary. <i>Hungarian Financial Supervisory Authority</i>
<b>Istanbul</b>	ING Bank A.S., ING Bank Headquarters, Resitpasa Mahallesi Eski Buyukdere Cad. No: 8, 34467 Sariyer, Istanbul, Turkey. <i>Capital Markets Board</i>
<b>London</b>	ING Bank N.V. London Branch, 60 London Wall, London EC2M 5TQ, United Kingdom. <i>Authorised by the Dutch Central Bank</i>
<b>Manila</b>	ING Bank N.V., Manila Branch, 20/F Tower One, Ayala Triangle, Ayala Avenue, 1226 Makati City, Philippines. <i>Philippine Securities and Exchange Commission</i>
<b>Milan</b>	ING Bank N.V. Milano, Via Paleocapa, 5, Milano, Italy, 20121. <i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i>
<b>Moscow</b>	ING BANK (EURASIA) ZAO, 36, Krasnoproletarskaya ulitsa, 127473 Moscow, Russia. <i>Federal Financial Markets Service</i>
<b>Mumbai</b>	ING Vysya Bank Limited, Plot C-12, Block-G, 7th Floor, Bandra Kurla Complex, Bandra (E), Mumbai - 400 051, India. <i>Securities and Exchange Board of India</i>
<b>New York</b>	ING Financial Markets LLC, 1325 Avenue of the Americas, New York, United States, 10019. <i>Securities and Exchange Commission</i>
<b>Singapore</b>	ING Bank N.V. Singapore Branch, 19/F Republic Plaza, 9 Raffles Place, #19-02, Singapore, 048619. <i>Monetary Authority of Singapore</i>
<b>Warsaw</b>	ING Bank Slaski S.A, Plac Trzech Krzyzy, 10/14, Warsaw, Poland, 00-499. <i>Polish Financial Supervision Authority</i>

**Disclaimer**

Dieses Dokument wurde im Namen der ING-DiBa AG erstellt, welche zur der ING Groep N.V. (ihrer Niederlassungen und Tochterunternehmen sowie assoziierter Unternehmen – im folgenden ING) gehört. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken, stellt keine Anlageberatung dar und ist insbesondere nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder anderer Handlungen zu verstehen. Es ersetzt weder eine persönliche, rechtliche oder steuerrechtliche Beratung noch eine persönliche Einschätzung des Anlegers. Die den Ausführungen zugrunde liegenden Prüfungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen durchgeführt. Im Hinblick auf den Prognosecharakter solcher Ausführungen können diese keinen Anspruch darauf erheben, dass darin berücksichtigte zukünftige Entwicklungen tatsächlich eintreten werden. Haftungsansprüche sind insoweit ausgeschlossen. Der Publikation liegen Informationen zugrunde, die aus öffentlich zugänglichen Quellen stammen, die vom Autor als zuverlässig erachtet werden. Dennoch wird keine Gewähr hinsichtlich Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Die wiedergegebenen Einschätzungen geben die aktuelle Meinung des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können ohne Ankündigung einer Änderung unterliegen. Es besteht weder eine Verpflichtung zur Aktualisierung, Anpassung oder Ergänzung noch zur Information des Empfängers, wenn sich zugrundeliegende Umstände, Prognosen oder Einschätzungen ändern oder unzutreffend werden. Die ING, ihre Organe, leitende Angestellte oder Mitarbeiter können, auch soweit dies vorstehend nicht offengelegt ist, im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen in die in dieser Veröffentlichung genannten Werte investiert oder in sonstiger Weise an Investments in Bezug hierauf interessiert sein. Die ING kann möglicherweise eine Geschäftsbeziehung zu den in dieser Veröffentlichung in Bezug genommenen Unternehmen unterhalten. Die Aufnahme von Hyperlinks zu Webseiten Dritter beinhaltet weder eine Zustimmung, Billigung noch Empfehlung der dort zugänglichen Informationen. Es wird daher keine Haftung für den Inhalt übernommen. Weder die ING noch ihre Organe, leitende Angestellte oder Mitarbeiter übernehmen eine Haftung für Schäden, die aus der Verwendung des Dokuments oder dessen Inhalt entstehen. Jedes in Bezug genommene Investment unterliegt spezifischen Risiken und ist gegebenenfalls nicht in allen Rechtsordnungen verfügbar, nicht handelbar oder nicht geeignet für alle Investoren. Wert oder Entwicklung eines Investments unterliegen stets Änderungen und Kursschwankungsrisiken. Die frühere Wertentwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Investoren sollten daher stets ihre eigene Investmententscheidung treffen, ohne sich auf diese Publikation zu stützen. Nur Investoren mit ausreichender Kenntnis und Erfahrung in finanziellen Zusammenhängen, die Chancen und Risiken adäquat beurteilen können dies erwägen, andere Personen sollten diese Publikation nicht zum Anlass einer Investmententscheidung nehmen. Ergänzende Informationen sind auf Nachfrage erhältlich.

Das Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Die Weitergabe, Vervielfältigung oder Veränderung bedarf der vorherigen Zustimmung. Urheber- und sonstige Rechte sind zu wahren. Alle Rechte sind vorbehalten. Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Personen oder Institutionen mit Wohnsitz/Sitz in Deutschland und Österreich. Eine Weitergabe oder Publikation in andere Rechtsordnungen ist weder zulässig noch vorgesehen. Etwaige gesetzliche Beschränkungen, wie z.B. die Art und Weise des Vertriebs eines Produkts in einigen Ländern, hat derjenige zu beachten und einzuhalten, der in Besitz des Dokuments gelangt.