



# EZB QE: Quest for Exit

*Keine Angst vor steigenden Zinsen*

Ana Boata  
Kathrin Brandmeir  
Arne Holzhausen

26. April 2017

**AUTOREN:**


---

Ana Boata  
Tel. +33.184 114873  
ana.boata@eulerhermes.com

Kathrin Brandmeir  
Tel. +49.89.3800-19012  
kathrin.brandmeir@allianz.com

Dr. Arne Holzhausen  
Tel. +49.89.3800-17947  
arne.holzhausen@allianz.com

---

**Inhaltsverzeichnis**

<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>3</b>
<b>Einleitung: QE – Quest for exit.....</b>	<b>6</b>
<b>Schuldendisziplin und sinkende Zinsen: Ein Erfolgsrezept! .....</b>	<b>7</b>
Nullzinspolitik schont Portemonnaie verschuldeter Haushalte .....	7
Unternehmen achten auf Schuldendisziplin .....	10
<b>Steigende Schulden und Zinsen: Der sichere Weg in die Katastrophe?.....</b>	<b>13</b>
Haushaltssektor: Keine Rückkehr zum status quo ante .....	14
Europäische Unternehmen verfügen über ausreichend Puffer für steigende Zinsen .....	16

*Titelbild: Foto mit freundlicher Genehmigung von alexas photos, pixabay.com unter CCO*

## Zusammenfassung

Die fortgesetzten Niedrigzinsen stellen für die privaten Schuldner eine enorme Entlastung dar: **Zwischen 2008 und 2016 reduzierten sich die Zinszahlungen des privaten Sektors im Euroraum um schätzungsweise 291 Mrd. Euro; kumuliert sparte damit der private Sektor annähernd 1.550 Mrd. Euro in diesen acht Jahren.** Die Schuldendienstquote (Zinszahlungen in Prozent des BIP) ging um 3,4 Prozentpunkte zurück und lag mit nur noch 3,0 Prozent auch deutlich unter den Werten der Vorkrisenjahre.

**Gemessen am BIP, profitierten Spanien und Portugal am stärksten vom Zinsrückgang,** ihre Zinslast sank um etwa sieben Prozentpunkte. Auf der anderen Seite fielen die Entlastungen für die Euro-Kernländer Deutschland, Niederlande, Frankreich und Belgien deutlich niedriger aus; mit durchschnittlich 2,3 Prozentpunkten waren sie aber immer noch substanziell. Etwas überraschend schneidet in dieser Betrachtung Österreich (etwas) besser ab als Italien – darin spiegeln sich der starke Zinsrückgang in der Alpenrepublik sowie die (relativ) gute wirtschaftliche Entwicklung im betrachteten Zeitraum wider.

In Zukunft werden die Bankzinsen wieder steigen, wie stark hängt nicht zuletzt vom Tempo der Normalisierung der Geldpolitik ab. Wir haben dafür drei verschiedenen Szenarien für die Zeit bis 2022 unterstellt. Zugleich haben wir für die übrigen Aggregate (BIP, Einkommen, Schulden) eine Fortsetzung der moderaten Erholung im Euroraum unterstellt. Unter diesen Annahmen dürften **selbst in dem eher unwahrscheinlichen Fall einer forcierten Normalisierung die Durchschnittskreditzinsen für Haushalte und Unternehmen – Letztere mit Ausnahme Irlands – jedoch unter den Werten der Vorkrisenjahre verbleiben.** Aus zwei Gründen: Zum einen versuchen viele private Schuldner das derzeit niedrige Zinsniveau mit langfristigen Zinsbindungen festzuschreiben (vor allem bei privaten Immobilienkrediten); dies dämpft den Anstieg der durchschnittlichen Bankzinsen; zum anderen wird der Privatsektor in Summe auch in Zukunft niedrigere Schuldenquoten aufweisen als in der Vergangenheit.

Mit steigenden Zinsen nimmt der Schuldendienst des Privatsektors zu. Allerdings kommt es nicht einfach zu einer „Rückabwicklung“ der vorangegangenen Erleichterungen. **Selbst im ungünstigsten Fall steigen die Zinszahlungen „nur“ um 282 Mrd. Euro – ihr absoluter Wert erreicht also selbst 14 Jahre später, im Jahr 2022, nicht den Spitzenwert des Kreditbooms 2008** (siehe Schaubild 1).

**Im wahrscheinlicheren Fall einer „sanften“ Normalisierung dürften die Zinszahlungen dagegen nur um rund 157 Mrd. Euro steigen und damit absolut etwa ein Viertel niedriger als 2008 sein.** Gemessen an der Wirtschaftsleistung dürfte sich der Anstieg im Euroraum zwischen 0,7 und 1,6 Prozentpunkten bewegen. Für den Euroraum als Ganzes bleibt damit die relative Zinsbelastung des Privatsektors nicht nur unter dem Spitzenwert des Jahres 2008, sondern generell unter dem Vorkrisenniveau.

Schaubild 1  
Privater Sektor insgesamt



Die "157-oder-282-Milliarden-Euro-Frage"

Zinszahlungen insgesamt, in Milliarden Euro				2022			Anstieg gegenüber 2016, in Milliarden Euro		
	2003	2008	2016e	"Sanfte Normalisierung"	"Moderate Normalisierung"	"Kräftige Normalisierung"	2022 "Sanfte Normalisierung"	2022 "Moderate Normalisierung"	2022 "Kräftige Normalisierung"
Belgien	10,7	14,9	10,1	14,9	16,2	18,3	4,8	6,1	8,1
Deutschland	140,6	135,5	82,3	117,1	126,9	142,5	34,8	44,6	60,2
Frankreich	72,4	102,9	66,5	98,8	107,4	121,4	32,2	40,8	54,8
Irland	6,8	22,9	7,1	10,8	12,1	14,1	3,6	5,0	7,0
Italien	61,2	107,5	53,4	79,1	88,5	103,3	25,7	35,1	49,8
Niederlande	40,7	54,7	41,6	55,5	58,9	64,0	13,8	17,2	22,4
Österreich	12,2	17,3	7,8	14,2	16,6	20,3	6,5	8,8	12,6
Portugal	9,6	18,1	6,1	10,6	12,2	14,8	4,4	6,1	8,7
Spanien	37,2	108,5	30,4	49,9	56,2	66,8	19,5	25,8	36,4
Eurozone	406,6	616,9	326,4	483,0	531,2	608,3	156,6	204,8	281,9

Zinszahlungen insgesamt, in Prozent des BIP				2022			Anstieg gegenüber 2016, in Prozentpunkten		
	2003	2008	2016e	"Sanfte Normalisierung"	"Moderate Normalisierung"	"Kräftige Normalisierung"	2022 "Sanfte Normalisierung"	2022 "Moderate Normalisierung"	2022 "Kräftige Normalisierung"
Belgien	3,8	4,2	2,4	2,9	3,2	3,6	0,5	0,8	1,2
Deutschland	6,3	5,3	2,6	3,1	3,3	3,7	0,4	0,7	1,1
Frankreich	4,4	5,2	3,0	3,8	4,1	4,6	0,8	1,1	1,6
Irland*	4,7	12,2	2,7	3,1	3,5	4,1	0,5	0,9	1,4
Italien	4,4	6,6	3,2	4,1	4,5	5,3	0,9	1,3	2,1
Niederlande	8,0	8,6	6,0	6,6	7,0	7,6	0,6	1,0	1,6
Österreich	5,3	5,9	2,2	3,3	3,9	4,7	1,1	1,7	2,5
Portugal	6,6	10,1	3,3	4,7	5,4	6,6	1,4	2,1	3,3
Spanien	4,6	9,7	2,7	3,6	4,0	4,8	0,8	1,3	2,1
Eurozone	5,2	6,4	3,0	3,7	4,1	4,7	0,7	1,1	1,6

\*Sondereffekt: Daten sind ab 2015 aufgrund von Änderungen in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nicht vergleichbar. Ohne diesen Sondereffekt läge das Verhältnis der Zinszahlungen in Prozent des BIP um etwa einen Prozentpunkt höher.

© Copyright Allianz SE

Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

Hinter den Durchschnittswerten für den gesamten Euroraum verbergen sich jedoch große Unterschiede auf Länderebene. Gemessen an der Wirtschaftsleistung, werden **Portugal und Österreich am stärksten betroffen** sein, wobei in **Portugal eher der Haushaltssektor** und in **Österreich eher der Unternehmenssektor** im Fokus stehen (siehe Schaubild 2). In Portugal werden sich die zusätzlichen Zinslasten wahrscheinlich auf etwa 1,4 Prozentpunkte des BIP und in Österreich auf 1,1 Prozentpunkte summieren; im ungünstigsten Fall könnten sie in Portugal allerdings um 3,3 Prozentpunkte und in Österreich immerhin um 2,5 Prozentpunkte steigen. In Italien und Spanien liegt der Anstieg bei knapp einem Prozentpunkt; auch bei einer forcierten Normalisierung der Geldpolitik klettert der Wert nur um rund 2 Prozentpunkte.

Am anderen Ende des Spektrums finden sich Belgien und Deutschland wieder, die beiden Länder mit den niedrigsten Schuldenquoten: Hier liegt der prognostizierte Zinsanstieg beim Schuldendienst nur bei gut einem halben Prozentpunkt; erst im ungünstigsten Fall dürfte die zusätzliche Belastung für den gesamten Privatsektor 1,2 bzw. 1,1 Prozentpunkte der Wirtschaftsleistung in Belgien und Deutschland ausmachen. Für alle Länder gilt aber: Die relative Zinsbelastung des Privatsektors bleibt unter den durchschnittlichen Werten der Vorkrisenjahre; lediglich in Frankreich und Italien könnten diese Werte im Risikoszenario wieder übertroffen werden – was aber zum Teil auch die relative niedrige Belastung dieser Länder in früheren Jahren widerspiegelt.

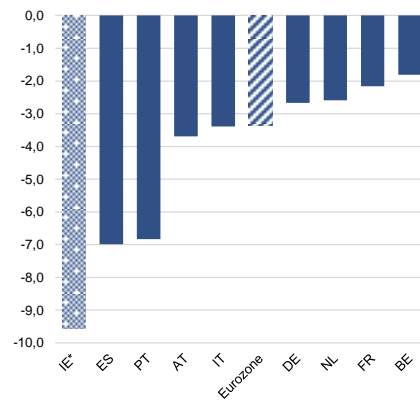
Schaubild 2  
Privater Sektor insgesamt



## Easy come, easy go – aber nicht im selben Ausmaß

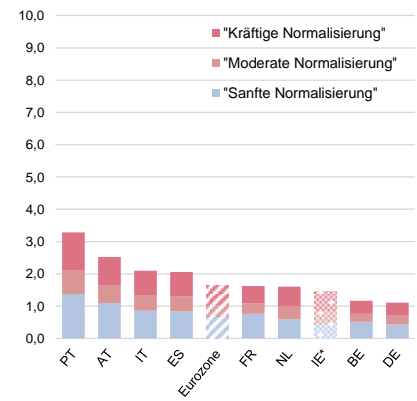
Veränderung der Zinszahlungen in Prozent des BIP

2016e gegenüber 2008, in Prozentpunkten



Veränderung der Zinszahlungen in Prozent des BIP

2022 gegenüber 2016e nach Szenario, in Prozentpunkten



\*Sondereffekt: Daten sind ab 2015 aufgrund von Änderungen in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nicht vergleichbar.

© Copyright Allianz SE

Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

Unterm Strich: Wieder steigende Zinsen sind keine gute Nachricht für die privaten Schuldner. Haushalte und Unternehmen im Euroraum werden davon unterschiedlich betroffen sein. Insbesondere für die portugiesischen Haushalte könnte die Anpassung schmerzhaft werden. **In Summe aber ist der Privatsektor im Euroraum in der Lage, eine Normalisierung der Geldpolitik zu verkraften.** Ein erneuter Einbruch der Wirtschaft steht nicht zu befürchten, dafür sind die zusätzlichen Zinslasten nicht gravierend genug: Es gibt also keinen Grund, sich vor steigenden Zinsen zu fürchten, der Normalisierung der Geldpolitik steht von dieser Seite nichts entgegen.

## Einleitung: QE – Quest for exit

Auch wenn die EZB unbeirrt an ihrem Kurs festhält – das Ende der extremen Niedrigzinsen rückt langsam in Sichtweite. Seit dem Sommer letzten Jahres sind die Langfristzinsen, gemessen an den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, bereits um rund 50 Basispunkte gestiegen. Mit Blick auf den weiteren Kurs der amerikanischen Geld- und Fiskalpolitik ist ein weiterer Anstieg sehr wahrscheinlich. Was bedeutet diese Zinswende für die Wirtschaft im Euroraum?

Nach Jahren der Nullzinsen und gigantischen Kaufprogramme der Zentralbanken sind mittlerweile nicht wenige Beobachter der Überzeugung, dass der Ausstieg aus den Niedrigzinsen nie mehr gelänge. Aus einem einfachen Grund: Die Wirtschaftsakteure hätten sich so sehr an die „Droge“ des billigen Geldes gewöhnt, dass sie normale Zinsen nicht mehr verkraften könnten; der Entzug führe zwangsläufig zum Kollaps der auf Schulden gebauten Wirtschaft – und daher bliebe den Zentralbanken gar nichts anderes übrig, als Staaten, Unternehmen und Haushalte weiter mit Liquidität zum Nulltarif zu versorgen.

Einer gewissen Logik entbehrt diese fatalistische Sicht der Dinge nicht. Insbesondere die öffentlichen Schulden sind seit der Finanzkrise weiter kräftig gestiegen, allen Bemühungen um Schuldendisziplin im Euroraum zum Trotz. Auf der anderen Seite sind aber gerade die Staaten gegen eine Zinswende zwar nicht immun, aber doch recht gut geschützt. Denn in den nächsten Jahren werden viele Anleihen fällig, die noch vor der Finanzkrise begeben wurden. Selbst der deutsche Staat bot damals Kupons von 4 Prozent und mehr an. Diese Zeiten werden auch bei einer Zinswende so schnell nicht wieder kommen. Gleichzeitig haben die Finanzminister das aus ihrer Sicht günstige Marktumfeld genutzt und viele langlaufende Titel begeben, um sich die Niedrigzinsen für die nächsten Jahre (und Jahrzehnte) zu sichern. Daher werden sie sich wohl auch in Zukunft weiterhin über sinkende Zinszahlungen in ihren Budgets freuen können.

Für den Privatsektor greift dieser „Schutzmechanismus“ allerdings nur sehr eingeschränkt, da nur die großen Unternehmen Zugang zum Kapitalmarkt haben und eine den Staaten vergleichbare Finanzierungsstrategie verfolgen können. Für das Gros der kleineren Unternehmen und auch Haushalte dürften sich die Finanzierungsbedingungen dagegen mit einer Zinswende schon recht schnell ändern: Sie hängen weitgehend vom Bankkredit ab, Zinsbindungsfristen – sofern es sie überhaupt gibt – sind hier in der Regel weitaus kürzer; häufig werden die Zinsen stattdessen an die Marktzinsen angepasst. Eine (gewichtige) Ausnahme bilden dabei allerdings Immobilienkredite in einigen Märkten im Euroraum wie z.B. Deutschland.

Im Gegensatz zu den Staaten hat der Privatsektor die zurückliegenden Jahre jedoch genutzt, seine Schuldenlast zu reduzieren. Gemessen an der Wirtschaftsleistung sind die privaten Schulden im Euroraum seit ihrem Höhepunkt im Jahr 2009 immerhin um 16 Prozentpunkte zurückgegangen (Haushalte: -5,9 Prozentpunkte, Unternehmen: -10,5 Prozentpunkte). Sind Unternehmen und Haushalte also gerüstet, wieder höhere Zinsen zu verkraften? Dieser Frage geht das vorliegende Paper nach, indem es für die nächsten Jahre bis 2022 drei verschiedene Szenarien für die Zinswende simuliert und ihre Auswirkungen auf den Schuldendienst analysiert.

## Schuldendisziplin und sinkende Zinsen: Ein Erfolgsrezept!

### Nullzinspolitik schont Portemonnaie verschuldeter Haushalte

Die ausstehende Kreditsumme der Privathaushalte des analysierten Länderkreises belief sich Ende 2016 schätzungsweise auf insgesamt knapp EUR 6,5 Bill. und stand für mehr als 60 Prozent der Bankkredite des privaten Sektors. Seit 2003 erhöhten die Haushalte ihre Verbindlichkeiten um durchschnittlich 3,2 Prozent pro Jahr. Dabei waren in den Jahren vor dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise Schuldenzuwächse von mehr als 10 Prozent keine Seltenheit, in Irland lag das Kreditwachstum teilweise sogar deutlich über 20 Prozent.

Die Krise zwang die Haushalte allerdings den Fuß vom Schuldenpedal zu nehmen und so verlangsamte sich das Wachstumstempo in den letzten Jahren spürbar (siehe Schaubild 3). Gerade in den Peripherieländern setzte die Phase des „Deleveragings“ ein: **Seit der Krise schrumpften in Spanien, Portugal und Irland die vorher rapide angestiegene Schuldenberge wieder. Aber auch in Deutschland, Frankreich oder den Niederlanden bewegte sich das Kreditwachstum nur auf niedrigem einstelligen Niveau;** Deutschland ist dabei aber das einzige Land, in dem die Schulden nach der Krise schneller als vor der Krise wuchsen.

Die Schuldenstandsquote, d.h. die Schulden gemessen in Prozent der nominalen Wirtschaftsleistung, ging im Durchschnitt der Euroländer von ihrem Rekordhoch von **70,3 Prozent im Jahr 2009 auf 64,4 Prozent 2016 zurück.** Unter den betrachteten Ländern war die Quote mit 52,6 Prozent in Österreich am niedrigsten, nach Deutschland (53,8 Prozent) und Italien (55,3 Prozent). Am oberen Ende der Skala standen mit deutlichem Abstand die Niederlande, wo sich das Verhältnis der Schulden zum BIP auf 121,6 Prozent belief.

Darüber hinaus war in keinem anderen Land die **Pro-Kopf-Verschuldung** so hoch wie dort: **Mit durchschnittlich EUR 49.900 waren die Verbindlichkeiten der Niederländer mehr als dreimal so hoch wie die der Italiener (EUR 15.460) und Portugiesen (EUR 15.090).**<sup>1</sup> Neben den Niederländern lagen mit Blick auf die Pro-Kopf-Verschuldung auch die Haushalte Irlands (EUR 33.310), Belgiens (EUR 23.550), Frankreichs (EUR 23.310), Österreichs (EUR 21.470) und Deutschlands (EUR 20.890) über dem Durchschnitt der Euroländer (EUR 20.620).

---

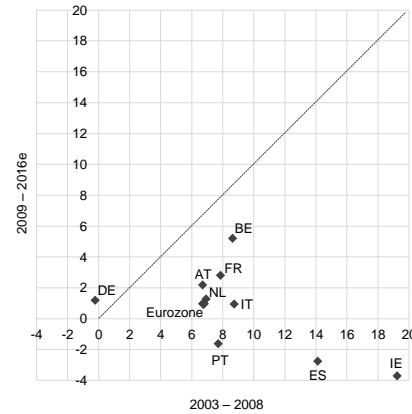
<sup>1</sup> Die hohe Verschuldung in den Niederlanden geht auf den Immobilienboom der 1990er und frühen 2000er Jahre zurück. Eine großzügige Kreditvergabe und die steuerliche Absetzbarkeit von Hypothekenzinsen ließen die Schulden explodieren. Nach der Finanzkrise drosselten die Haushalte ihre Kreditnachfrage jedoch deutlich, wozu auch die Entscheidung der Regierung im Jahr 2012 beitrug, die großzügige Steuerbehandlung schrittweise auslaufen zu lassen.



Schaubild 3  
Private Haushalte

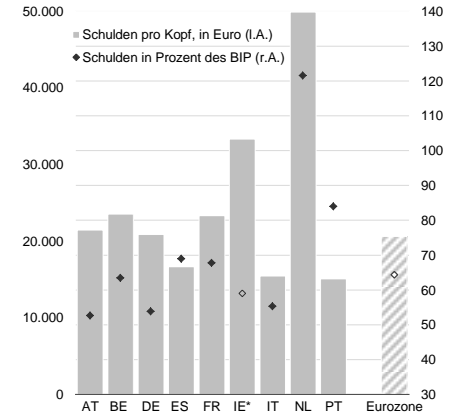
## Rückblick: Finanzkrise läutete Deleveraging-Prozess ein

Durchschnittliches Schuldenwachstum  
nach Ländern  
2003 bis 2016e, in Prozent



© Copyright Allianz SE

Schulden pro Kopf und in Prozent des BIP  
2016e



\*Sondereffekt: Daten sind ab 2015 aufgrund von Änderungen in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nicht vergleichbar.

Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

Die Zurückhaltung der Haushalte in Bezug auf die Kreditaufnahme dämpfte natürlich auch deren Zinsbelastung. Insbesondere aber profitierte der Haushaltesektor von der ultra-lockeren Geldpolitik der EZB, die unmittelbar auf die **Kreditzinsen** wirkte: **Gegenüber dem Jahr 2008 sind diese im Durchschnitt des Euroraums um mehr als zwei Fünftel auf durchschnittlich 3,2 Prozent gesunken.**

Das Ausmaß des Rückgangs variiert dabei sehr stark von Land zu Land, je nachdem ob eher variable oder fixe Zinsmodelle vorherrschen. **In Österreich, Portugal und Spanien hat sich das Zinsniveau mehr als halbiert und auch in Belgien und Italien schrumpften die Kreditzinsen immerhin um deutlich über 40 Prozent.** In den beiden größten Volkswirtschaften des Euroraums, Deutschland und Frankreich, sind die Zinsen jeweils um annähernd 40 Prozent gefallen. Am wenigsten zahlte sich die Nullzinspolitik für die Haushalte in den Niederlanden aus, wo „nur“ ein Rückgang von 25 Prozent zu verzeichnen war. Darin spiegelt sich die Schuldensituation der niederländischen Haushalte wider: Sie weisen bei weitem die höchste Schuldenquote im Euroraum auf.

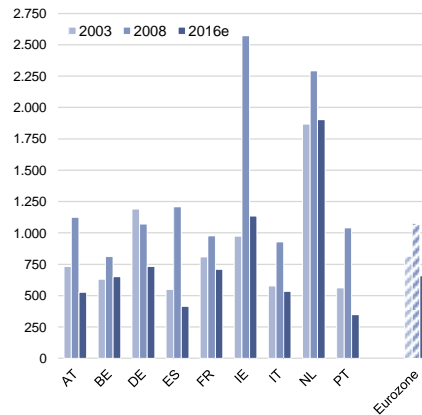
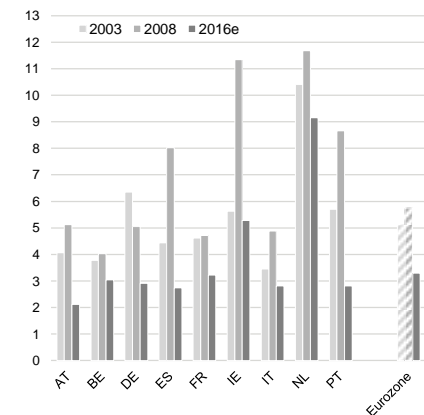
Die gesunkenen Sollzinsen schmälerten die Höhe der Zinszahlungen deutlich: **Im Jahr 2008 lagen die Ausgaben für Zinsen im Eurozonen Durchschnitt noch bei EUR 1.080 pro Kopf, acht Jahre später waren es fast zwei Fünftel weniger, nämlich knapp EUR 660** (siehe Schaubild 4). **Insgesamt waren im Jahr 2016 die Zinszahlungen im Euroraum um annähernd EUR 135 Mrd. niedriger als 2008;** gemessen in Prozent der nominalen Wirtschaftsleistung **schrumpfte die Zinsbelastung der Haushalte in diesem Zeitraum um 1,6 Prozentpunkte auf 2,1 Prozent.**

Die Einsparungen durch niedrigere Zinszahlungen kommen einer impliziten Einkommenssteigerung gleich: Während die Ausgaben für Kreditzinsen **2008 im Durchschnitt der Eurozone noch 5,8 Prozent des verfügbaren Einkommens** ausmachten, **ging der Anteil bis zum Jahr 2016 auf schätzungsweise 3,3 Prozent zurück.**



Schaubild 4  
Private Haushalte

## Unerwartete Entlastungen nach der Krise

Zinszahlungen pro Kopf  
in EuroZinszahlungen in Prozent des verfügbaren  
Einkommens

Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

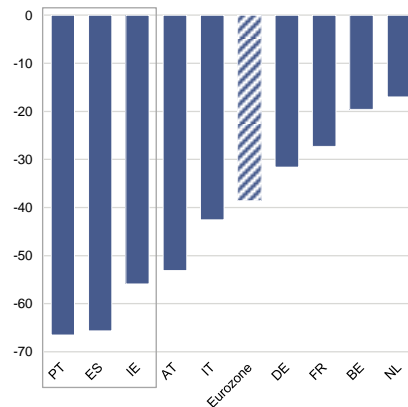
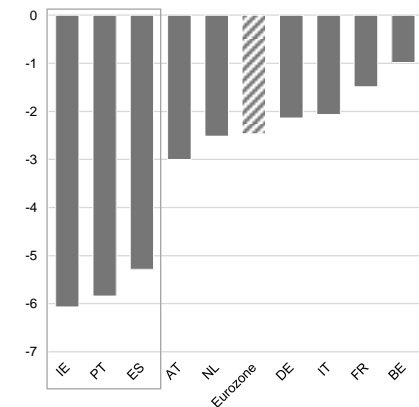
© Copyright Allianz SE

Relativ betrachtet sind die in den Peripherieländern lebenden Haushalte dabei die größten Gewinner der extrem expansiven Geldpolitik, und zwar sowohl in Pro-Kopf-Rechnung als auch gemessen am verfügbaren Einkommen (siehe Schaubild 5). **So zahlten die Iren 2016 mit durchschnittlich EUR 1.130 pro Kopf weniger als die Hälfte an Zinsen als 2008 (EUR 2.570).** Noch größer fiel die „Zinsersparnis“ auf der iberischen Halbinsel aus: So ging die Zinsbelastung pro Kopf in Spanien und Portugal jeweils um etwa zwei Drittel auf EUR 410 bzw. EUR 350 zurück. Mehr als halbiert haben sich darüber hinaus auch die Ausgaben für Kreditzinsen in Österreich, wo die Haushalte 2016 im Mittel um EUR 600 weniger zu leisten hatten als noch 2008 (EUR 1.120). Mit Italien zählt die drittgrößte Volkswirtschaft des Euroraums ebenfalls zu den Ländern, die überdurchschnittlich stark von der Nullzinspolitik profitierten: Dort schrumpfte die Zinsbelastung pro Kopf immerhin um 43 Prozent auf EUR 530. Unter dem Mittelwert der Währungsunion von 39 Prozent lagen hingegen Deutschland (-32 Prozent), Frankreich (-27 Prozent), Belgien (-20 Prozent) und die Niederlande (-17 Prozent).

Setzt man die Zinszahlungen in Relation zum verfügbaren Einkommen, zeichnet sich ein sehr ähnliches Bild ab. **An der Spitze stehen wiederum die Haushalte Irlands, Portugals und Spaniens: Der Anteil der Ausgaben für Kreditzinsen am verfügbaren Einkommen sank dort von 2008 bis 2016 um 6,1 Prozentpunkte, 5,8 Prozentpunkte und 5,3 Prozentpunkte, während sich der durchschnittliche Rückgang im Euroraum auf „nur“ 2,5 Prozentpunkte bezifferte.** Über dem Mittelwert der Währungsunion lagen auch die Haushalte Österreichs, wo das Verhältnis der Zinszahlungen zum Einkommen um 3,0 Prozentpunkte zurückging. In Italien hingegen fällt – im Gegensatz zur Pro-Kopf-Betrachtung – der Rückgang von 2,1 Prozent unterdurchschnittlich aus. Neben einer sehr schwachen Einkommensentwicklung ist dies vor allen Dingen darauf zurückzuführen, dass der Anteil der Zinsausgaben am Einkommen dort bereits 2008 mit 4,9 Prozent auf einem deutlich niedrigeren Niveau war als in Irland (11,3 Prozent), Portugal (8,7 Prozent) oder Spanien (8,0 Prozent). Am höchsten ist die Zinsbelastung gemessen am Einkommen jedoch nach wie vor in den Niederlanden: Im Jahr 2016 belief sich der Anteil auf 9,2 Prozent, der gegenüber 2008, als der Hypothekenboom endete, immerhin um 2,5 Prozentpunkte gesunken ist.

Schaubild 5  
Private Haushalte

## Peripherieländer profitieren überdurchschnittlich

Veränderung der Zinszahlungen pro Kopf  
2016e gegenüber 2008, in ProzentVeränderung der Zinszahlungen in Prozent  
des verfügbaren Einkommens  
2016e gegenüber 2008, in Prozentpunkten

© Copyright Allianz SE

Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

## Unternehmen achten auf Schuldendisziplin

Die Schulden der nicht-finanziellen Unternehmen in der Eurozone beliefen sich Ende 2016 auf knapp EUR 4,3 Bill., mehr als eine halbe Billion Euro weniger als im Höhepunkt 2008. Die Unternehmensschulden lagen damit nicht nur deutlich unter denen der Haushalte (EUR 6,9 Bill.), sie entwickelten sich seit der Krise auch unterschiedlich: Während die Euro-Unternehmen in Summe ihre Schulden seit 2008 um 11 Prozent reduzierten, stiegen die Schulden der Haushalte im selben Zeitraum um 8 Prozent.

Allerdings sind die Unterschiede zwischen den Euro-Mitgliedern erheblich. Wenig überraschend mussten **die Unternehmen in der Euro-Peripherie die stärksten Anpassungen** vornehmen: In Irland betrug der Rückgang, jeweils bezogen auf den Vorkrisen-Höhepunkt, 71 Prozent, in Spanien 47 Prozent und in Portugal 35 Prozent. Aufgrund des niedrigeren Ausgangsniveaus reduzierten die Unternehmen in Italien dagegen ihre Schulden lediglich um 11 Prozent.

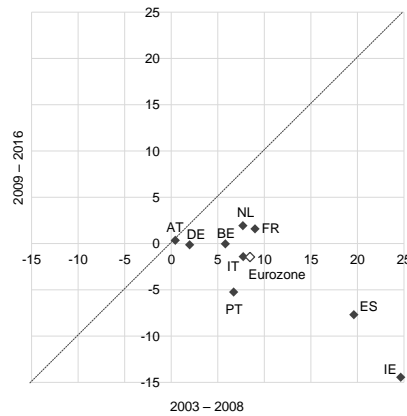
Generell häuften die Unternehmen in diesen Ländern nicht tragbare Schuldenberge an und wurden schließlich durch die Finanzkrise gezwungen, ihre Bilanzen massiv zu konsolidieren. Die Investitionen gingen stark zurück, in den ersten Jahren der Krise bis 2013 mit zweistelligen Raten. Dabei spielten sowohl eine nachlassende Nachfrage als auch ein eingeschränktes Kreditangebot eine Rolle. Während im Süden aber vor allem Finanzierungsfragen – die die Notwendigkeit zur Konsolidierung verschärften – relevant waren, überwog im Norden die allgemeine Verunsicherung nach der Krise als Grund für die Investitionszurückhaltung; Finanzierungsbedingungen waren relativ günstig und die Unternehmen hielten zudem signifikante Barbestände vor.

Schaubild 6  
Nicht-finanzielle Unternehmen



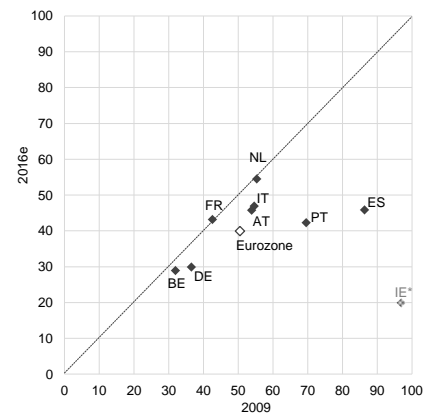
## Rückblick: Schuldendisziplin wie in Deutschland

Durchschnittliches Schuldenwachstum  
nach Ländern  
2003 bis 2016, in Prozent



© Copyright Allianz SE

Schulden der Unternehmen in Prozent des BIP  
2009 und 2016



\*Sondereffekt: Daten sind ab 2015 aufgrund von Änderungen in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nicht vergleichbar.

Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

Zusammen mit dem Rückgang der Zinsen führte der Schuldenabbau zu geringeren Zinszahlungen. 2008 mussten noch die spanischen Unternehmen die höchste Zinslast in der Eurozone schultern, gefolgt von Italien, Deutschland und Frankreich. Acht Jahre später stehen in dieser Hinsicht die deutschen Unternehmen an der Spitze, da hierzulande die Schulden nahezu unverändert blieben: Zwischen 2008 und 2016 steht lediglich ein Rückgang von 1,2 Prozent zu Buche.

**Insgesamt fielen die Zinszahlungen der Euro-Unternehmen um EUR 156 Mrd. auf EUR 105 Mrd.; in Relation zum BIP entspricht dies einem Rückgang von 1,7 Prozentpunkten auf 1,0 Prozent.** Den stärksten Rückgang konnte dabei Spanien verzeichnen (EUR 42 Mrd. oder 3,7 Prozent des BIP); dabei spielten sowohl die starke Schuldenreduktion als auch der Zinsrückgang eine große Rolle. An zweiter Stelle folgt Italien (EUR 31 Mrd. oder 1,9 Prozent des BIP), wobei hier vor allem der Fall der Zinsen ausschlaggebend war.

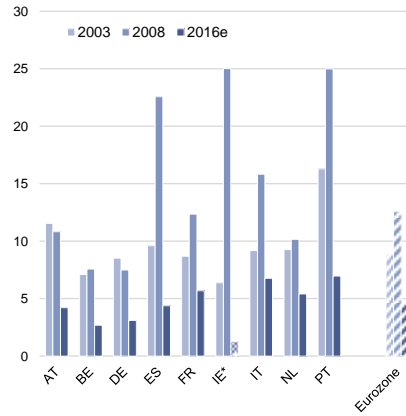
**Bezogen auf den operativen Gewinn** (Bruttobetriebsüberschuss) reduzierten sich die Zinszahlungen am stärksten in Portugal und Spanien (jeweils -18 Prozent). Dies ist auch auf die Tatsache zurückzuführen, dass die Unternehmen in diesen beiden Ländern ihre Profitabilität im betrachteten Zeitraum verbessern konnten, in Portugal stiegen die Bruttomargen um 5, in Spanien um 4 Prozentpunkte.

Schaubild 7  
Nicht-finanzielle Unternehmen



Schuldendisziplin zahlt sich aus (um so mehr bei fallenden Zinsen)

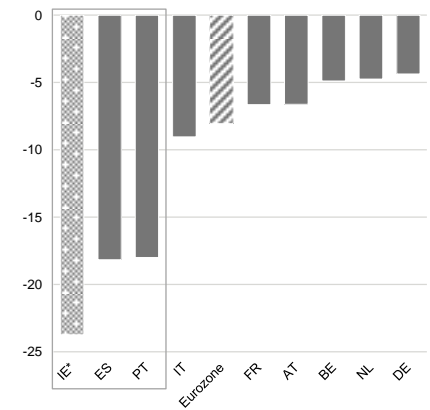
Zinszahlungen in Prozent des Bruttobetriebsüberschusses<sup>1</sup>



<sup>1</sup>Bruttobetriebsüberschuss und Selbständigeeinkommen.

© Copyright Allianz SE

Veränderung der Zinszahlungen in Prozent des Bruttobetriebsüberschusses 2016e gegenüber 2008, in Prozentpunkten



\*Sondereffekt: Daten sind ab 2015 aufgrund von Änderungen in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nicht vergleichbar.

Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

## Steigende Schulden und Zinsen: Der sichere Weg in die Katastrophe?

Wie widerstandsfähig ist der Privatsektor gegenüber einer Beendigung der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen und dem Ausstieg aus der Nullzinspolitik? Dafür bilden wir in drei Szenarien mögliche Entwicklungen des EZB-Leitzinses und die damit verbundenen Auswirkungen auf die Kreditzinsen für die Haushalte und Unternehmen bis zum Jahr 2022 ab.

### METHODIK

Die Berechnung der (historischen) Kreditzinsen für Privathaushalte basiert auf den Monatsdaten der EWU-Zinsstatistik der EZB, die bis 2003 zurückreichen: Die jährlichen Zinssätze berechnen sich als Durchschnitt aus den gewichteten Monatszinsen<sup>2</sup>. Für den Unternehmenssektor verwenden wir den ebenfalls von der EZB veröffentlichten annualisierten vereinbarten Jahreszinssatz.

Mit Hilfe eines linearen Regressionsmodells schätzen wir, wie sich ein Anstieg des EZB-Leitzinses (unabhängige Variable) jeweils auf die zukünftigen Kreditzinsen (abhängige Variable) für Haushalte und Unternehmen in den einzelnen Ländern auswirkt. Dabei betrachten wir folgende drei Szenarien einer möglichen Leitzinsentwicklung bis zum Jahr 2022:

In unserem Basisszenario gehen wir von einer sanften Normalisierung („*soft normalization*“) aus: In den Jahren 2017 und 2018 bleiben die Zinsen bei null, erst ab 2019 erhöht die EZB den Leitzins bis 2022 um jeweils 50 Basispunkte pro Jahr. Im zweiten Szenario einer moderaten Normalisierung („*moderate normalization*“) erfolgt der erste Zinsschritt bereits 2018 (25 Basispunkte). 2019 steigt der Leitzins um weitere 50 Basispunkte und in den drei Folgejahren um jeweils 75 Basispunkte. Im dritten Szenario unterstellen wir eine kräftige Normalisierung („*hard normalization*“): Wie im zweiten Szenario wird der Leitzins bereits im Jahr 2018 erhöht, allerdings um 50 Basispunkte. 2019 folgen weitere Anhebungen um insgesamt 75 Basispunkte und von 2020 bis 2022 steigt der Leitzins jedes Jahr um 100 Basispunkte. Unter diesen Annahmen liegt der Leitzins am Ende des Jahres 2022 im Basisszenario bei 2 Prozent („*soft normalization*“), bei 3 Prozent im zweiten („*moderate normalization*“) und schließlich bei 4,25 Prozent im dritten Szenario („*hard normalization*“). Die entsprechenden Jahresdurchschnittswerte (2022) beziffern sich auf 1,7 Prozent, 2,5 Prozent sowie 3,7 Prozent.

Bei der Berechnung der geschätzten künftigen absoluten Zinszahlungen des privaten Sektors unterstellen wir, dass sich nach dem Deleveraging-Prozess der vergangenen Jahre das Wachstumstempo der privaten Schulden im Eurozonendurchschnitt wieder jenem der allgemeinen Wirtschaftsleistung annähern wird. Dabei gehen wir von einer leichten Beschleunigung des nominalen BIP-Wachstums von durchschnittlich 2,7 Prozent im Jahr 2016 auf 3,3 Prozent im Jahr 2022 aus. Mit Blick auf die Berechnung der relativen Zinsbelastung treffen wir die Annahme, dass das verfügbare Einkommen der Haushalte sowie der Betriebsüberschuss der Unternehmen im Gleichschritt mit dem Bruttoinlandsprodukt des jeweiligen Landes wachsen werden.

<sup>2</sup> Die folgenden Kreditkategorien werden dabei berücksichtigt: Kredite zum Hauskauf (Hypothekarkredite), Konsumentenkredite sowie übrige Kredite. Überziehungskredite und Kreditlinien für Kreditkarten werden aus systematischen wie statistischen Gründen nicht berücksichtigt.

## Haushaltssektor: Keine Rückkehr zum status quo ante

Gute Nachrichten für die privaten Haushalte: Selbst unter der Annahme einer **kräftigen Normalisierung des Leitzinses übersteigen unseren Schätzungen zufolge die durchschnittlichen Kreditzinsen im Jahr 2022 in keinem Land den jeweiligen Höchstwert von 2003 bzw. 2008** (siehe Schaubild 8). Am niedrigsten aber dürfte der Abstand dabei in Irland sein, wo die erwarteten Kreditzinsen 2022 mit 5,5 Prozent nur marginal unter dem Niveau von 2008 (5,6 Prozent) liegen dürften. Dies ist aber vor allem darauf zurückzuführen, dass das irische Zinsniveau vor der Krise relativ niedrig war, unter dem Euro-Durchschnitt, während es in anderen Peripherieländern wie Portugal, Italien oder Spanien klar darüber lag.

Im **Durchschnitt des Euroraums** dürften die gewichteten jährlichen Durchschnittszinsen für Bankkredite bis dahin auf **3,9 Prozent im Basisszenario, 4,3 Prozent im Falle einer moderaten** und **4,8 Prozent einer kräftigen Normalisierung** klettern. Zum Vergleich: Im Jahr 2003 lag der Durchschnittszinssatz bei **5,9 Prozent**.

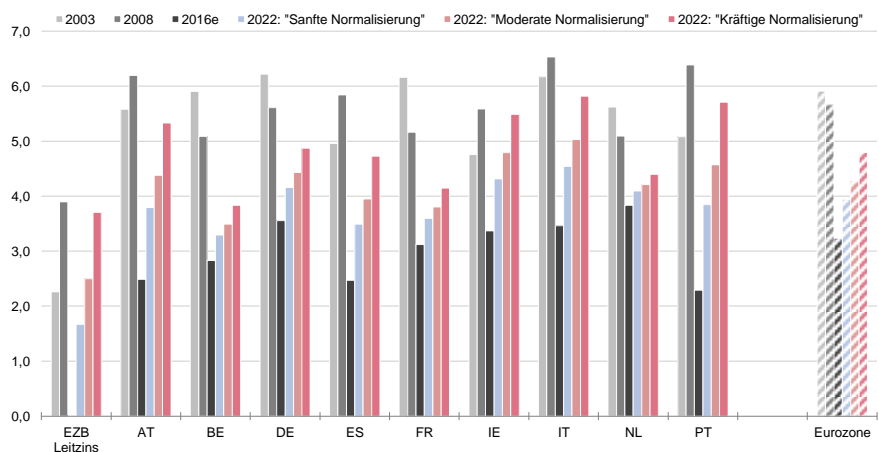
Den **höchsten Anstieg** gegenüber 2016 müssen nach unseren Berechnungen die **Haushalte Portugals** fürchten: Sollte der Leitzins bis 2022 auf 3,7 Prozent angehoben werden, dürfte damit eine Zunahme der Kreditzinsen um **3,4 Prozentpunkte auf 5,7 Prozent** einhergehen. Allerdings hatten die Portugiesen auch am meisten von der Nullzinspolitik profitiert: Schließlich sind die Kreditzinsen dort von 2008 bis 2016 um 4,1 Prozentpunkte gesunken. Vice versa werden unseren Regressionsanalysen zufolge die Kreditzinsen im Szenario einer kräftigen Normalisierung in den Niederlanden, Frankreich, Belgien und Deutschland weniger stark anziehen als im Durchschnitt der Eurozone (+1,6 Prozentpunkte).

Schaubild 8  
Private Haushalte



### Ausblick: Keine Rückkehr zum status quo ante

Historische und geschätzte Durchschnittszinsen auf Bankkredite nach Szenario  
in Prozent



© Copyright Allianz SE

Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

**Absolut betrachtet** liegen unseren Berechnungen zufolge **im Jahr 2022 die Ausgaben für Zinsen im Euroraum je nach Szenario um EUR 94 Mrd., EUR 119 Mrd. oder EUR 162 Mrd. über dem Niveau von 2016**. Verglichen mit dem historischen Rekordwert des Jahres 2008 dürften die Zinszahlungen 2022 im Szenario einer sanften wie auch moderaten

Normalisierung dennoch um EUR 41 Mrd. bzw. EUR 15 Mrd. *niedriger* ausfallen; lediglich im Falle einer kräftigen Normalisierung gehen wir davon aus, dass die Zinsbelastung noch höher sein wird als 2008, und zwar um EUR 27 Mrd..

Auch in **relativer Betrachtung**, d.h. gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens, erwarten wir für den Euroraum einen Anstieg der Zinszahlungen. Selbst im Szenario einer kräftigen Normalisierung wird er mit 1,4 Prozentpunkten (von 3,3 Prozent im Jahr 2016 auf 4,7 Prozent 2022) aber relativ moderat ausfallen; in den beiden anderen Szenarien beläuft sich der Anstieg auf lediglich 0,6 bzw. 0,9 Prozentpunkte (siehe Schaubild 9). **In jedem Fall aber liegt der Anteil des verfügbaren Einkommens, den die Haushalte für Zinszahlungen aufwenden müssen, im Jahr 2022 im Eurozonen Durchschnitt deutlich unter dem Niveau des Jahres 2008**; selbst im ungünstigen Szenario um mehr als einen Prozentpunkt. Auch auf Länderebene liegt die Zinsbelastung 2022 überall unter dem jeweiligen Höchstwert von 2003 bzw. 2008 – mit Ausnahme Belgiens, wo diese im ungünstigen Szenario auf das Niveau von 2003 ansteigen dürfte. Zudem ist eine deutliche Nivellierung der Zinsbelastung erkennbar, lediglich Portugal, Irland und vor allem die Niederlande liegen noch deutlich über dem Durchschnitt.

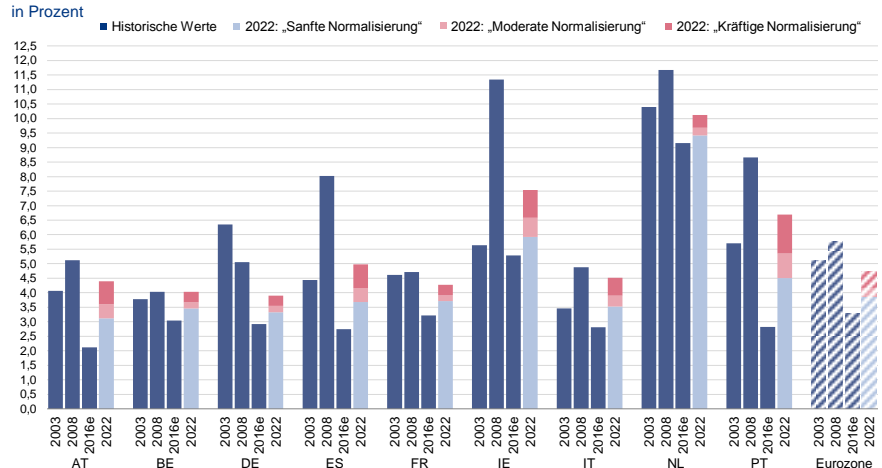
Setzt man die Ausgaben für Zinsen ins Verhältnis zum BIP, so erwarten wir im Durchschnitt des Euroraums selbst bei einer kräftigen Normalisierung nur eine Zunahme des Anteils von 2,1 Prozent im Jahr 2016 auf 3,0 Prozent 2022. Damit wäre der Anstieg nur etwa halb so hoch wie der Rückgang von 2016 gegenüber 2008, da weder Zinsen noch Schuldenquoten ihre früheren Höchststände wieder erreichen. In den beiden übrigen Szenarien dürfte die Zinsbelastung auf 2,4 Prozent bzw. 2,6 Prozent des BIP ansteigen.

Schaubild 9  
Private Haushalte



### Wer fürchtet sich vor steigenden Zinsen?

Zinszahlungen in Prozent des verfügbaren Einkommens: Historische und geschätzte Werte im Jahr 2022 nach Szenario



Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

© Copyright Allianz SE



## Europäische Unternehmen verfügen über ausreichend Puffer für steigende Zinsen

In unserem Basisszenario („soft normalization“) würden die Bankzinsen für Unternehmenskredite ab 2019 – wenn die EZB erstmals seit 2011 wieder ihren Leitzins anhebt – langsam zu steigen beginnen. Bis 2022 sollten sie im Durchschnitt um etwa 100 Basispunkte auf 3,4 Prozent steigen.

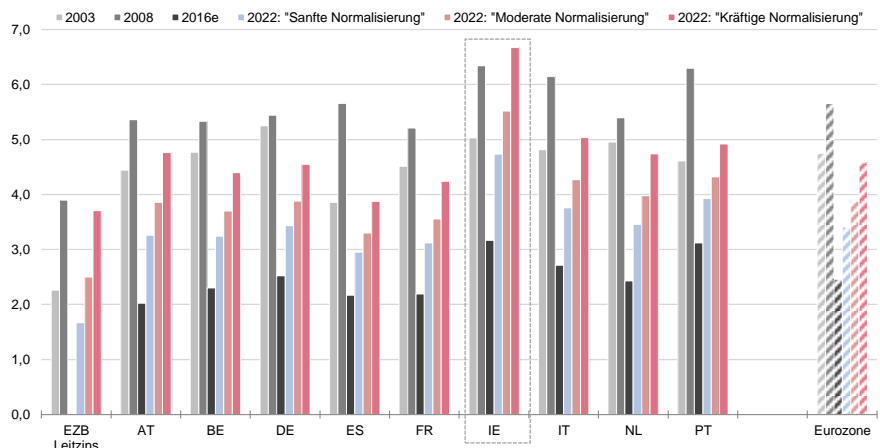
In einigen Ländern dürfte der Anstieg allerdings deutlich stärker ausfallen, insbesondere in **Irland (+156 Basispunkte)** und **Österreich (+123 Basispunkte)**. Im Szenario „hard normalization“ – der EZB-Leitzins erreicht am Ende des Jahres 2022 4,25 Prozent – wird der Anstieg der Bankzinsen natürlich weitaus stärker ausfallen als im Basisszenario. Wiederum aber ständen Irland (+350 Basispunkte) und Österreich (+274 Basispunkte) an der Spitze.

Schaubild 10  
Nicht-finanzielle Unternehmen



### Ausblick: Kein Grund zur Besorgnis (abgesehen von Inflation)

Historische und geschätzte Durchschnittszinsen auf Bankkredite nach Szenario in Prozent



© Copyright Allianz SE

Quellen: Eurostat, EZB, Allianz Research.

Je nach Szenario würde auch der Anstieg der Zinszahlungen im Eurozonendurchschnitt unterschiedlich ausfallen. Im Einzelnen:

- „Soft normalization“: Anstieg um 60 Prozent bzw. EUR 63 Mrd., in Prozent des BIP stiegen die Zahlungen von 1,0 auf 1,3 Prozent
- „Moderate normalization“: Anstieg um 81 Prozent bzw. EUR 85 Mrd. (+0,5 Prozentpunkte des BIP)
- „Hard normalization“: Anstieg um 114 Prozent bzw. EUR 120 Mrd. (+0,8 Prozentpunkte des BIP)

Den stärksten Anstieg der Zinszahlungen, gemessen als Anteil am BIP, müssten die niederländischen und österreichischen Unternehmen verkraften, jeweils um 0,5 Prozentpunkte („soft normalization“) bzw. 1,1 Prozentpunkte („hard normalization“); darin spiegeln sich relative hohe Schuldenstände wider, vor allem in den Niederlanden.

Ein wiederum anderes Bild ergibt sich, wenn anstelle des BIP der **Bruttobetriebsüberschuss als Bezugsgröße** herangezogen wird. Für die Eurozone als Ganzes würden die Zinszahlungen auf 6 Prozent steigen (von 4,5 Prozent 2016). Die höchsten relativen Belastungen hätten dabei Unternehmen in Italien (8,8 Prozent), Frankreich (8,5 Prozent) und Portugal (8,1 Prozent) zu schultern.

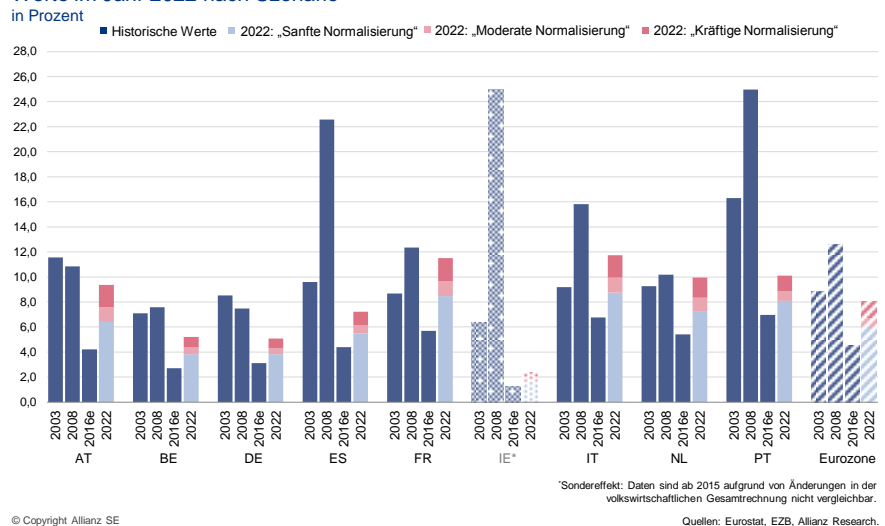
Im Szenario „moderate normalization“ erreichten die Zinszahlungen in der gesamten Eurozone 6,8 Prozent des Bruttobetriebsüberschusses, **im Szenario „hard normalization“ kletterten sie bis auf 8,0 Prozent. Aber selbst in diesem Fall verharrten sie immer noch deutlich unter dem Wert des Jahres 2008, als sie bei 12,6 Prozent lagen.** Immerhin würden dann aber in drei Ländern die Zinszahlungen bei über 10 Prozent des operativen Gewinns liegen, nämlich in Italien (11,7 Prozent), Frankreich (11,5 Prozent) und Portugal (10,1 Prozent).

Schaubild 11  
Nicht-finanzielle Unternehmen



### Steigende Zinsen sind (überwiegend) überschaubar

Zinszahlungen in Prozent des Bruttobetriebsüberschusses: Historische und geschätzte Werte im Jahr 2022 nach Szenario



Um die Anfälligkeit der Unternehmen für steigende Bankzinsen besser einschätzen zu können, haben wir auch die **Barbestände der Unternehmen** in den Blick genommen. Danach stellt sich vor allem **in Frankreich, aber auch in Italien, die Situation deutlich entspannter** dar. Unternehmen in beiden Ländern haben zudem 2016 ihre Profitabilität deutlich verbessern können, ein Trend, der sich zumindest in der nahen Zukunft fortsetzen sollte. Auf der anderen Seite unterstreicht die Betrachtung der Barbestände die **eher prekäre Lage der Unternehmen in Portugal.**

Zum Schluss noch ein Blick auf die verschiedenen Sektoren, insbesondere diejenigen mit hoher Kapitalintensität. Nach Einschätzung von Euler Hermes<sup>3</sup> könnten **mögliche Liquiditätsengpässe im Bausektor in Portugal, den Niederlanden, Italien und eventuell auch in Frankreich auftreten. In der Metallindustrie erscheint die Lage vor allem in**

<sup>3</sup> Liquiditätsengpässe werden mit Hilfe eines Indikators gemessen, der die zukünftige Entwicklung von Liquiditätsrisiken für kapitalintensive Branchen darstellt, anhand von vier Parametern: (i) Einschätzung des Liquiditätsrisikos in der Branche (Kassenbestände, Finanzierungsbedingungen, Zahlungsverhalten), (ii) kurzfristiger makroökonomische Finanzierungsrisiken aufgrund der Auswirkungen von Änderungen der Kapitalflüsse und Reaktionsmöglichkeiten, (iii) Zugang zu günstigen Finanzierungsbedingungen (iv) und Verfügbarkeit von inländischen Krediten.

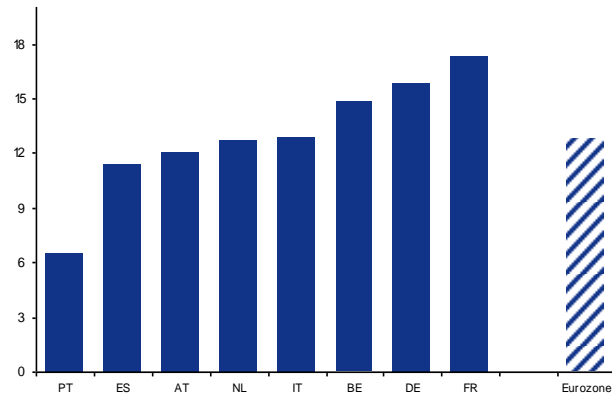
Portugal, den Niederlanden und Frankreich kritisch. Ebenso sollte die portugiesische Pharmaziebranche im Auge behalten werden.

Schaubild 12  
Nicht-finanzielle Unternehmen



Cash is king

Barbestände in Prozent der Bilanzsumme (2015)



© Copyright Allianz SE

Quelle: Euler Hermes.

Schaubild 13  
Nicht-finanzielle Unternehmen



Heat map der Sektoren: Bausektor und Portugal im Blickpunkt

Liquiditätsgrad der Sektoren (2017, Q1)

Sektor	Kapitalintensität	Frankreich	Italien	Niederlande	Österreich	Portugal
Automobilhersteller	sehr hoch	1	2		1	1
Automobilzulieferer	sehr hoch	1	2	2	1	1
Papier	sehr hoch	3	2	3	1	2
Metall	sehr hoch	3	2	3	2	3
Maschinen	sehr hoch	2		2	1	2
Luftfahrt	sehr hoch	2	2	2	1	2
Energie	sehr hoch	2	1	2	1	1
Chemie	hoch	1	1	1	1	2
Pharma	hoch	1	1	1	1	3
Bau	moderat	3	3	3	2	3
Transport	moderat	2	3	2	2	2
Nahrungsmittel	moderat	1		2	1	2
Textil	moderat	3	2	2	2	2
Elektronik	moderat	2	2	1		3
Einzelhandel	moderat	2		3	2	2
IT-Dienstleistungen	moderat	1	2	2	2	2
Haushalt	moderat	2	3	2	2	3
Computer	moderat	2	2	2	2	2

niedrige Liquiditätsengpässe  
 mittlere Liquiditätsengpässe  
 empfindliche Liquiditätsengpässe  
 starke Liquiditätsengpässe

© Copyright Allianz SE

Quelle: Euler Hermes.

## ÜBER DIE ALLIANZ GRUPPE

Die Allianz ist einer der weltweit führenden Versicherer und Asset Manager mit 86 Millionen Privat- und Unternehmenskunden. 2016 erwirtschafteten über 140.000 Mitarbeiter in mehr als 70 Ländern einen Gesamtumsatz von 122,4 Milliarden Euro und erzielten ein operatives Ergebnis von 10,8 Milliarden Euro. Die Allianz Gruppe betreute per Ende 2016 ein Investmentportfolio von 653 Milliarden Euro. Hinzu kamen bei unseren Asset Managern AllianzGI und PIMCO über 1,3 Billionen Euro an für Dritte verwaltete Vermögen. Die Kunden der Allianz können auf ein breites Angebot an Versicherungsleistungen zurückgreifen: von Sach- und Krankenversicherung über Assistance-Dienstleistungen, Kreditversicherung bis hin zur Industrieversicherung. Die Allianz ist mit ihren Investitionen in zahlreichen Bereichen aktiv, wie zum Beispiel Anleihen, Aktien, Infrastruktur, Immobilien und erneuerbaren Energien. Die Gruppe setzt auf langfristige und wertbildende Strategien unter Berücksichtigung von Rendite- und Risikoaspekten.

Die Einschätzungen stehen wie immer unter den nachfolgend angegebenen Vorbehalten.

## VORBEHALT BEI ZUKUNFTSAUSSAGEN

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen.

Neben weiteren hier nicht aufgeführten Gründen können sich Abweichungen aufgrund von (i) Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und der Wettbewerbssituation, vor allem in Allianz Kerngeschäftsfeldern und -märkten, (ii) Entwicklungen der Finanzmärkte (insbesondere Marktvolatilität, Liquidität und Kreditereignisse), (iii) dem Ausmaß oder der Häufigkeit von Versicherungsfällen (zum Beispiel durch Naturkatastrophen) und der Entwicklung der Schadenskosten, (iv) Sterblichkeits- und Krankheitsraten beziehungsweise -tendenzen, (v) Stornoraten, (vi) insbesondere im Bankbereich, der Ausfallrate von Kreditnehmern, (vii) Änderungen des Zinsniveaus, (viii) Wechselkursen, einschließlich des Euro/US Dollar-Wechselkurses, (ix) Gesetzes- und sonstigen Rechtsänderungen, insbesondere hinsichtlich steuerlicher Regelungen, (x) Akquisitionen, einschließlich anschließender Integrationsmaßnahmen, und Restrukturierungsmaßnahmen, sowie (xi) allgemeinen Wettbewerbsfaktoren ergeben. Terroranschläge und deren Folgen können die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Abweichungen erhöhen.

## KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, die in dieser Meldung enthaltenen Informationen und Zukunftsaussagen zu aktualisieren, soweit keine gesetzliche Veröffentlichungspflicht besteht.