



# Unternehmer Themen

Analysen | Informationen | Hintergründe | Juli 2012

## **Europäische Schuldenkrise**

Was nützt uns der Euro? 1

## **Europäische Schuldenkrise**

Auf dem Weg in eine Schuldengemeinschaft? 5

## **Frühjahrsumfrage 2012 des BDI-Mittelstandspanels**

Verminderte Investitionsdynamik trotz guter Finanzlage 12

## **Jahresabschlüsse 2011**

Börsennotierte Mittelstandsfirmen erneut mit guten Ergebnissen 16

## **Impressum**

21

## Was nützt uns der Euro?

von Kurt Demmer, Chefvolkswirt der IKB

Momentan werden vielfach Stimmen laut, ob die Europäische Währungsunion angesichts der zu leistenden Hilfszahlungen Deutschland überhaupt einen Nutzen gebracht hat. Wären wir nicht besser bei der guten alten D-Mark geblieben?

Zunächst muss man sehen, dass die Schaffung einer Europäischen Währungsunion vor allem ein politisches Projekt war, das im Zusammenhang mit der Wiedervereinigung Deutschlands stand. Aber auch politische Argumente für die Schaffung des Euro sind von hoher ökonomischer Relevanz. Es sind noch keine zwanzig Jahre her, dass in Europa militärische Auseinandersetzungen stattgefunden haben. Der inzwischen erreichte Friedensprozess und der Weg zu einem geeinten Europa haben uns eine hohe „Friedensdividende“ gebracht, die nicht nur in eingesparten Militärausgaben zu messen ist.

Eine hohe Bedeutung hat ein geeintes Auftreten Europas außerdem im Außenverhältnis. Nur wenn Europa mit einer Stimme spricht, kann es angesichts aufstrebender Nationen wie China, Indien und Brasilien bei Verhandlungen im IWF, in der WTO oder beim Kyoto-Protokoll sein politisches Gewicht wahren und damit wichtige Rahmendaten im Sinne der eigenen Wirtschaft beeinflussen. Europa bestimmt in diesen Gremien mit und kann verhindern, fremdbestimmt zu werden – ein politischer Aspekt mit hoher ökonomischer Relevanz.

### Der Euro als entscheidendes Bindeglied innerhalb Europas

Die gemeinsame Währung könnte man derzeit zwar für ein Sprengmittel Europas halten, aber wenn man den Zerrspiegel der Krise wegnimmt, ist sie für ein politisch geeintes Europa ein ganz entscheidendes Bindeglied. Denn der Euro gibt Europa eine Identität, er zwingt die Gemeinschaft zu Strukturreformen und zu einer Koordination auf wichtigen fiskal- und wirtschaftspolitischen Themenfeldern.

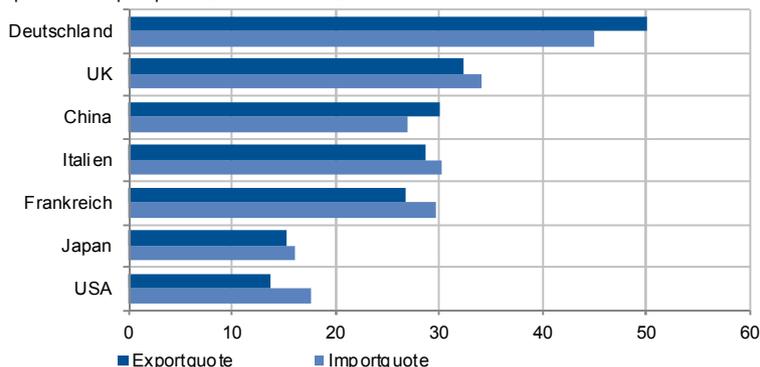
Darin liegt die Chance, dass die Europäische Gemeinschaft vorankommt zu einem Staatenbund mit einem stark integrierten Wirtschaftsraum, der auch ein entsprechendes politisches Gewicht in die Waagschale werfen kann. Deutschland alleine hat einen Anteil von weniger als 5 % an der Weltwirtschaft, aber der Euroraum erreicht 15 % und die EU insgesamt 20 % des Welt-Bruttoinlandsprodukts.

Betrachtet man die unmittelbaren wirtschaftlichen Nutzeffekte des Euro für Deutschland, so ist zuallererst darauf hinzuweisen, dass unser Land wie keine andere große Volkswirtschaft international verflochten ist. Die deutschen Export- und Importquoten liegen bei über 45 % und damit anderthalbmal so hoch wie zum Beispiel in Großbritannien, Frankreich und Italien und erst recht höher als in den USA oder auch – für manchen überraschend – als in China.

*„Der Euro gibt Europa eine Identität. Er zwingt die Gemeinschaft zu einer Koordination auf wichtigen fiskal- und wirtschaftspolitischen Themenfeldern.“*

### Deutschland mit hoher Auslandsorientierung

Export- und Importquoten 2011 in % des BIP



Quelle: EIU

Heute kann Deutschland seine Waren zu 40 % in den einheitlichen Währungsraum liefern, noch größer ist der Anteil von in Euro fakturierten Lieferungen. Mitte der 90er-Jahre waren es nur die Ausfuhren in die Niederlande und nach Österreich, die faktisch, wegen jahrelang stabiler Wechselkursverhältnisse, keinem Währungsrisiko unterlagen.

Die gemeinsame Währung erspart zum einen Transaktionskosten für den Umtausch von Devisen. Dies ist aber nicht der entscheidende Faktor. Sehr viel bedeutsamer ist, dass mit der einheitlichen Währung für international tätige Unternehmen deutlich mehr Sicherheit in der Kalkulation von Absatz- und Lieferbeziehungen geschaffen wurde. Die Größe des Euroland-Marktes ermöglicht es, Skaleneffekte zu erzielen, ohne Währungsrisiken eingehen zu müssen.

*„Die einheitliche Währung erspart Transaktionskosten, und sie bietet deutlich mehr Sicherheit in der Kalkulation von Absatz- und Lieferbeziehungen.“*

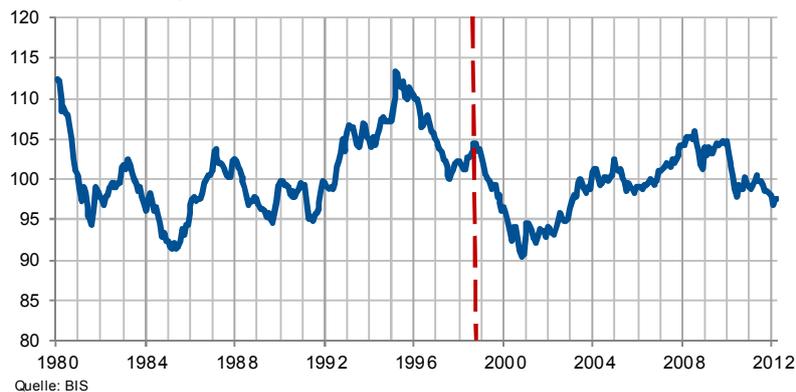
### Großer Nutzen gerade für mittelständische Firmen

Dies nützt gerade mittelständischen Unternehmen, die im europäischen Maßstab zwar groß, gemessen an den Weltmärkten aber klein sind. Sie sind nicht nur sehr stark innerhalb Europas aktiv, sondern haben in den letzten Jahren in besonderem Maße überseeische Märkte, namentlich in den USA und in China, für sich erschlossen. So wurde die deutsche Exportdynamik nach der letzten Krise entscheidend von der Nachfrage aus China getragen. Dabei ist es besonders für mittelständische Unternehmen von großem Nutzen, über eine starke Heimatbasis zu verfügen, wenn sie neue Märkte „in der Ferne“ erschließen.

Für den Erfolg der Unternehmen in den außereuropäischen Ländern ist es zudem von großem Vorteil, dass der Euro deutlich geringere Wechselkursschwankungen gegenüber Drittwährungen gezeigt hat, als dies in früheren Zeiten bei der D-Mark der Fall war. Gerade in der aktuellen Krisensituation hätte man erhebliche Aufwertungen für die D-Mark erwarten müssen, mit entsprechend negativen Konsequenzen für deutsche Exporteure. Was sich derzeit bei der Schweiz im Wechselkurs niederschlägt, spiegelt sich in Deutschland in der „Save-Haven“-Rendite für Bundesanleihen wider.

## Eurokurs mit geringeren Ausschlägen als die D-Mark

Realer Wechselkurs, Index 2010 = 100



Nun verfügt Deutschland glücklicherweise über ein Güterangebot, das sich durch besondere Qualität auszeichnet und daher relativ unempfindlich gegenüber Veränderungen des Wechselkurses reagiert. Die Aufwertung des Euro seit 2001 hat die Exportdynamik dank einer sehr vernünftigen Tarifpolitik nur phasenweise geschwächt. Langfristig gesehen ist der Wachstumstrend in unseren Absatzmärkten entscheidender für die Exportentwicklung als ein günstiger Wechselkurs.

Wichtiger als ein niedriger Kurs ist daher die geringe Kursvolatilität, wie sie der Euro im Vergleich zur D-Mark gezeigt hat. Denn hieraus entwickeln sich indirekte Wachstumsimpulse: Größere Ruhe in der Wechselkursentwicklung und der größere gemeinsame Markt machen es für Investoren besonders attraktiv, im gemeinsamen Währungsraum zu investieren. So kann man die Standortvorteile eines Landes nutzen, ohne Gefahr zu laufen, dass die getätigten Investitionen wegen späterer Wechselkursverschiebungen unrentabel werden.

Auf diese Weise unterstützt der Euro die langfristige Wachstumsdynamik in Europa, unserem größten Absatzmarkt. Deutsche Unternehmen haben nicht weniger als 375 Mrd. Euro in anderen Euro-Mitgliedsländern investiert, aber aus diesen Ländern sind auch 330 Mrd. Euro als Direktinvestitionen nach Deutschland geflossen.

„Größere Ruhe in der Wechselkursentwicklung und der größere Markt machen es für Investoren attraktiv, im gemeinsamen Währungsraum zu investieren.“

## Reger Investitionsaustausch innerhalb Europas

Bestand an ausländischen Direktinvestitionen am Jahresende 2010 in Mio. €



## Gemeinsamer Währungsraum auch für Finanzinvestoren interessant

Auch für Finanzinvestoren ist ein gemeinsamer Währungsraum besonders interessant. Sie können in ein breites Portfolio von Anlagetiteln investieren, ohne die Risikokomponente Wechselkursveränderung absichern zu müssen.

Welchen Nutzeffekt ein großer und damit sehr liquider Währungsraum mit sich bringt, zeigt ein Vergleich mit den USA. Im langfristigen Durchschnitt lagen dort die Realzinsen um 0,5 Prozentpunkte niedriger als in Deutschland, obwohl die Vereinigten Staaten (schon rein demographisch bedingt) ein um 1%-Punkt höheres Wachstum erreichten, also mehr Kapital nachgefragt haben, was für sich genommen höhere Zinsen bedeutet hätte, und zudem auch um 1%-Punkt höhere Inflationsraten auswies, was sich in einer höheren realen Risikoprämie niederschlagen müsste. Beide Effekte werden aber durch die größere Liquidität des amerikanischen Marktes kompensiert. Der internationale Kapitalmarkt offeriert den USA seine Mittel zu äußerst günstigen Konditionen und subventioniert somit die Investitionsfinanzierung.

Trotz der aktuellen Probleme sollten im Euro-Raum mittelfristig Stabilisierungstendenzen sichtbar werden. Hilfreich wären dabei eine konsequente Umsetzung der Konsolidierungs- und Strukturreformmaßnahmen der Mitgliedsländer und keine weitere „Dehnung“ des Grundprinzips „Ausschluss der gemeinschaftlichen Haftung“. Zwar dürften dadurch die Zinsen in Deutschland steigen (Wegfall der Save-Haven-Effekte), im Durchschnitt der Mitgliedsländer aber sinken. Diese günstigen Finanzierungsmittel – vorausgesetzt, sie werden zukünftig in manchen Ländern sinnvoller angelegt als in den letzten Jahren – werden dem gesamten Euro-Raum wieder Dynamik verleihen können. Davon wird wiederum die deutsche Wirtschaft als Anbieter hochwertiger Investitionsgüter in besonderem Maße profitieren können.

Dies zusammengenommen sollte dazu führen, dass die Reservewährungsrolle des Euro, auf den 26 % der Weltwährungsreserven entfallen, weiter wachsen wird. Die D-Mark hätte diese Bedeutung nie erlangt. Der Rest der Welt gewährt uns quasi einen besonders zinsgünstigen Lieferantenkredit, der permanent prolongiert wird. Ausländische Ansprüche an uns werden nicht geltend gemacht, umso mehr können wir investieren und konsumieren. Dies ist geschenkter Wohlstand.

[Kurt.Demmer@ikb.de](mailto:Kurt.Demmer@ikb.de)

## Fazit:

Der Euroraum steht momentan vor einer Zerreißprobe. Doch es gibt gute Gründe, an der Gemeinschaftswährung festzuhalten. Wenn die Konsolidierungsmaßnahmen und Strukturreformen konsequent umgesetzt werden, besteht durchaus die Chance, auf mittlere Sicht in Europa ein deutlich dynamischeres Wachstum zu erreichen, als dies mit einer Beibehaltung der guten alten D-Mark und der übrigen nationalen Währungen möglich gewesen wäre. Deswegen ist es in unserem Interesse, wenn alle Anstrengungen unternommen werden, um die aktuelle Krisensituation zu überwinden.

## **Euro-Zone: Am Scheideweg oder bereits in eine Schulden-gemeinschaft abgelenkt?**

Seit nunmehr rd. drei Jahren reißen die Nachrichten über die Schuldenkrise in der Euro-Zone nicht ab, und die Finanzmärkte registrieren bereits seit 2008 Unterschiede in der Ausfallgefährdung der verschiedenen Euro-Länder, was sich in einer Spreizung der Renditen von Staatsanleihen dokumentiert. Mit finanziellen Hilfen, wie dem Rettungsschirm ESFS und dem geplanten ESM, wird versucht, die notleidenden Länder zu stützen. Auch die EZB leistet mit ihrer Niedrig-Zinspolitik, dem Ankauf von Staatsanleihen und der enormen Liquiditätsbereitstellung immense Hilfestellung. Doch von einer Stabilisierung sind wir weit entfernt, vielmehr ist es in der Tendenz zu einer deutlichen Verschärfung der Schuldenkrise gekommen. Eine Eskalation wird nicht mehr ausgeschlossen, und selbst die Existenz der Währungsunion wird in Frage gestellt. Aber auch die Fiskalunion oder ein „Zurück zu Maastricht“ werden als Alternativen für die Euro-Zone diskutiert. Doch gibt es diese Alternativen wirklich, oder befinden wir uns nicht schon längst auf dem Weg zu einer „schleichenden Haftungsunion“?

*Noch kein Ende der Schuldenkrise in Sicht*

### **Fiskalunion – die Zeit ist noch nicht reif**

Im Idealfall würde der Integrationsprozess der Europäischen Währungsunion in eine Fiskalunion münden. Das wäre aber verbunden mit der Aufgabe der finanzpolitischen Souveränität und einer gemeinsamen europäischen Stabilitätskultur sowie einem breiten Konsens zur europäischen Fiskalunion. Angesichts der aktuellen Uneinigkeit der europäischen Politik sowie der momentanen Stimmungslage ist schwer vorstellbar, dass Europa schon bereit für den Weg in die Fiskalunion ist. Hierzu fehlt der notwendige breite öffentliche und politische Konsens.

*Umsetzung der Fiskalunion noch in weiter Ferne*

### **„Besinnen auf Maastricht“ – gute Idee, aber kaum Chancen**

Die aktuell präferierte Lösung – zumindest von deutscher Seite – ist dagegen ein Besinnen auf oder ein Zurück zu Maastricht. Hier blieben Fiskal- und Wirtschaftspolitik sowie das Finanzsystem in nationaler Verantwortung. Stabilitätskonforme Politik würde durch ein striktes Regelwerk und über die an den Kapitalmärkten zu zahlenden Zinsaufschläge gesichert. Eine Gemeinschaftshaftung ist natürlich auszuschließen, damit Anreize zur Eigenverantwortlichkeit bestehen bleiben. Intensivere Krisenpräventionen werden durch ein gesamtwirtschaftliches Überwachungsverfahren gestärkt. Und als Krisenbewältigungsinstrument würde der ESM entstehen. Diese Vorgehensweise wäre sicherlich zu begrüßen, wenn sie tatsächlich Aussicht auf Erfolg hätte.

Aber die Gefahren des „Aufweichens des Regelwerks“ sind leider groß. Bereits die Vergangenheit der Währungsunion hat gezeigt, dass Regeln nicht eingehalten werden. Selbst Deutschland – einer der ersten Defizit-sünder – hielt die Defizitobergrenze von 3 % im Zeitraum von 2001 bis

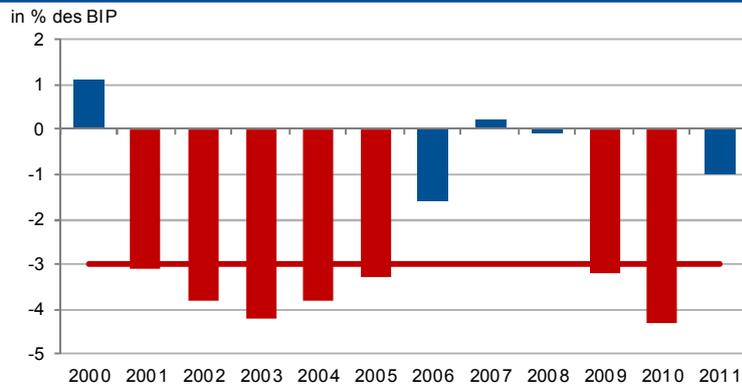
*Maastricht-Regeln auch von Deutschland zeitweise nicht eingehalten*

2005 nicht ein. Die Europäische Union strengte deshalb 2003 ein Defizitverfahren gegen Deutschland an, das erst am 5. Juni 2007 beendet wurde (*Eine Übersicht der Defizitverfahren für alle Mitgliedsstaaten findet sich unter:* [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/deficit/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/deficit/index_en.htm)).

*Insgesamt gab es mehr als 90 Verstöße – und nie Sanktionen*

Obwohl es zu mehr als 90 Verstößen gekommen ist, wurden die vorgesehenen Sanktionen nie angewendet. Zwar wurden diese Verstöße bis zu einem gewissen Grad – wie im Fall von Deutschland - verfolgt, aber das entscheidende Beschlussorgan verhängte niemals Sanktionen.

### Deutschland: Budgetsaldo des Staates



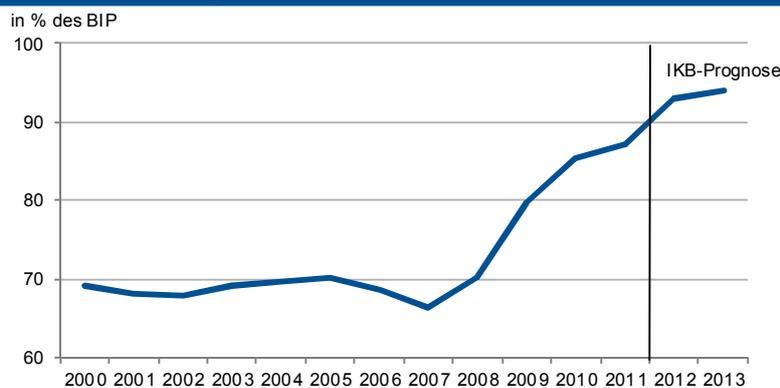
Quelle: Eurostat (Fer)

### Der Weg in die Haftungsunion hat längst begonnen

Ebenfalls zeigt die aktuelle Diskussion, dass insbesondere das Fundament der Währungsunion – der Ausschluss der gemeinschaftlichen Haftung – immer weiter gedehnt wird. Gerade die finanzschwachen Länder fordern – verständlicherweise – die Gemeinschaftshaftung, wehren sich aber entschlossen gegen eine Abgabe der nationalen Souveränität, indem Unterstützung ohne Konditionen gefordert wird. Auch die Idee der Eurobonds stellt letztendlich eine Gemeinschaftshaftung ohne Anreize zur fiskalischen Konsolidierung dar.

*Immer lauter werden die Forderungen nach einer Gemeinschaftshaftung*

### Staatsverschuldung Euro-Zone



Quellen: Eurostat; IKB

Zudem hat bereits das seit Jahren eher passive Verhalten der Politik zu immer größer werdenden potenziellen Haftungsverpflichtungen geführt. Dies dokumentieren vor allem die explodierenden Target2-Salden, aber auch die angestiegene Schuldenquote der Euro-Zone. Sie erreicht inzwischen 88 % des Bruttoinlandsprodukts (2011) und wird aller Voraussicht nach aufgrund der Entwicklungen in Spanien und Frankreich auf deutlich über 90 % steigen. Eine langsamere Umsetzung der Sparmaßnahmen mit der Hoffnung auf einen Wachstumspakt könnte auf Sicht eine Schuldenquote auch oberhalb von 100 % des BIP mit sich bringen. Eine Umkehr der Schuldenentwicklung bzw. der Ungleichgewichte scheint damit fast unmöglich.

*Schuldenquote der Euro-Zone wird bald auf über 90 % ansteigen*

### Gründe für die Krise der Euro-Zone: Preissignale wurden eliminiert ...

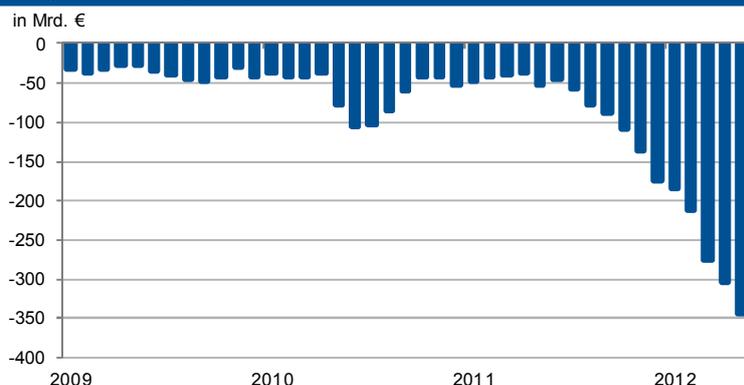
In der Euro-Zone wurden jegliche Preismechanismen ausgeschaltet. Dies begann mit einer einheitlichen Zinspolitik und der gemeinsamen Währung und ist seit der Krise auch auf die Kapitalmärkte übergeschwappt. Steigende Risikoprämien dienen nicht mehr als Signal und Anreiz für eine Verhaltensänderung. Vielmehr wird versucht, ihren Einfluss durch gemeinsame Rettungs-(Haftungs-)Programme zu reduzieren. Den Märkten werden Übertreibung und Überreaktion vorgeworfen, anstatt sie als wichtige Signalgeber für erfolgreiches und weniger erfolgreiches Verhalten zu sehen. So führt jeder Tag, an dem die Grundprobleme nicht angegangen werden, notwendigerweise zu weiteren Ungleichgewichten bzw. zu steigenden Risiken innerhalb der Euro-Zone.

*Signale des Marktes werden verkannt*

### ... und Rettungspakete bekämpfen Symptome, aber nicht die Ursachen

Zentraler Bestandteil dieser Entwicklung ist auch die EZB, deren Niedrigzinspolitik – vor allem in Ländern mit Strukturproblemen und hohen Einzelrisiken – die Ungleichgewichte verstärkt. Denn gleiche Zinsen für Länder mit niedrigem wie auch mit hohem Risiko führen notgedrungen zu Kapitalabflüssen (steigenden Target2-Salden).

Target2-Saldo Spanien



Quelle: Banco de España

Die Einzelfallentscheidung bei den Rettungsmaßnahmen ist hier allerdings meistens richtig: Die spanischen Banken benötigen Liquidität, sonst wäre mit einer Krise des Bankensystems zu rechnen, und auch der 3-Jahrestender schien erste Erfolge verzeichnen zu können. Doch – wie bei allen Rettungspaketen – hält der positive Einfluss nicht sehr lange an, und die Situation ist danach oftmals schlimmer als zuvor. Eine fundamentale Veränderung des Verhaltens wird nämlich nicht bewirkt, da die Rettungspakete lediglich die Symptome adressieren, jedoch auf Kosten der mittelfristigen Stabilität. Dies wiederum erhöht die Ungleichgewichte, die sich in den Target2-Salden widerspiegeln. Das Problem wird generell weniger im Konstrukt der Euro-Zone gesehen, sondern eher im falschen oder kurzfristigen Verhalten der Märkte. Ministerpräsident Montis jüngste Kommentare über spekulative Attacken sind ein Beispiel für diese Haltung. Die Frage, weshalb der Markt immer noch steigende Risikoprämien verlangt, gerät in den Hintergrund. Stattdessen wird von Attacken gesprochen, die natürlich einen besonderen Schutz erfordern.

*Wirkung von Rettungsmaßnahmen meist nicht von Dauer*

### **Mit steigenden Risiken und Belastungen wird ein Euro-Zerfall immer unwahrscheinlicher ...**

So hat sich die Euro-Zone in den letzten Jahren immer tiefer in eine Schulden- und Ungleichgewichtsproblematik gewirtschaftet, eben weil – nicht immer populäre – Entscheidungen eher verschoben oder durch kontraproduktive Rettungen überdeckt wurden. Alternative Szenarien, wie zum Beispiel ein Euro-Austritt, werden damit wegen der ständig ansteigenden Kosten immer weniger plausibel. Auch der Wahlausgang in Griechenland hat erneut gezeigt, dass die Euro-Zone keine klaren Weichen stellt. Angesichts der Wirtschaftslage, der bestehenden Haushaltsdefizite und steigender Risikoprämien bewegt sich die Euro-Zone immer tiefer in eine Sackgasse hinein – was eine Sozialisierung der Haftung/Ungleichgewichte mit sich bringt. Damit dürfte sich das Risiko eines Euro-Zerfalls mit fortschreitender Zeit und mit steigenden systemischen Risiken eher reduzieren als erhöhen.

*Schulden- und Ungleichgewichtsproblematik nimmt weiter zu ...*

### **... und die Haftungsunion bzw. Sozialisierung der Schulden wird immer plausibler**

Eine Bankenunion und eine Banklizenz für den ESM wären die nächsten Schritte auf diesem Weg. Gemessen an der Größe der potenziellen Verbindlichkeiten bzw. den Implikationen des erforderlichen Anpassungsprozesses, kommt mehr und mehr der Gedanke auf, dass es keine andere sinnvolle Lösung mehr geben könnte, sodass viele der Maßnahmen aus der Notwendigkeit heraus akzeptiert werden – und nicht aus Überzeugung. Am Ende werden solche Notmaßnahmen erneut mit dem verständlichen Verhalten der Märkte begründet, was womöglich auf noch mehr Regulierung hinausläuft. Generell ist das Potenzial der Haftung gigantisch. Spanien ist wiederum ein treffendes Beispiel: Der spanische Bankensektor hat ein Kreditbuch im Umfang von 1,7 Billionen Euro, wovon offiziell fast 9 % (über 150 Mrd. Euro) als notleidend eingestuft werden – Tendenz steigend. Bei einem aktuellen spanischen Langfristzins von deutlich über 6 % ist dies durch den spanischen Staat nicht mehr finanzierbar.

*... mit der Konsequenz einer zunehmenden „Sozialisierung“ der länderspezifischen Risiken*

Vielleicht ist der Begriff „Haftungsunion“ unglücklich gewählt, denn im Falle einer Finanzierung der Schulden durch eine ESM-Banklizenz sind die Konsequenzen eher in einem generell höheren Schuldenstand bzw. einer geringeren Sparbereitschaft der Staaten und womöglich in einer höheren Inflation zu finden. Daher sollte man eher von einer Sozialisierung länderspezifischer Risiken und Probleme sprechen.

### Weg in die Haftungs- bzw. Schuldenunion – keine günstige Perspektive für die Euro-Zone

Das Festhalten an einer symptombezogenen Feuerwehrstrategie wird die Diskussion über den Scheideweg und einen möglichen Euro-Zerfall erübrigen. Die Entwicklung der Euro-Zone scheint immer mehr auf eine zunehmende Gemeinschaftshaftung bzw. Transferzahlungen hinauszulaufen, da hiermit zumindest kurzfristig die Probleme und Fehlentwicklungen kaschiert werden können. Aber ökonomische Zusammenhänge lassen sich damit nicht aufheben. Vielmehr droht eine Reformmüdigkeit in Europa, da die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte ausgeschaltet wird und Anreize zu Reformen nicht mehr bestehen. Zudem bleibt die Gefahr von Fehlanreizen und -entwicklungen bestehen. **Die Ungleichgewichte nehmen zu und verlangen immer weitere Maßnahmen – ein Wettlauf ohne Gewinner.**

Grundsätzlich liegt das Problem darin, dass Marktsignale eher als Grund für die Probleme gesehen werden und weniger als ein Teil der Lösung. Die Konsequenzen daraus, nämlich ansteigende Haftungen (Rettungspakete) und Risiken (Target2-Salden, Rolle der EZB und des ESM) werden verharmlost bzw. nicht effektiv adressiert. **Der EU-Gipfel wird ohne Zweifel diesen Prozess weiter vorantreiben, getrieben von einer grundsätzlich falschen Haltung über die Signal- und Einflusswirkungen von Märkten und Preisveränderungen.**

Europa scheint einen Weg einzuschlagen, der im Extremfall mittel- bis langfristig zu einem Schuldenschnitt und/oder höheren Inflationsraten führen wird. Weniger extrem wäre eine Einschätzung höherer Belastungen und damit eines strukturell niedrigeren Wachstumspfad.

Dr. Klaus-Dieter Bauknecht, Dr. Carolin Vogt

[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)  
[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

## Fazit:

Das Risiko liegt immer weniger in einem Zerfall der Euro-Zone als vielmehr in den möglichen Implikationen, die sich aus einer Haftungs- bzw. Schuldenunion ergeben. Mit dieser Perspektive „hin zur Haftungsunion“ drohen Reformmüdigkeit und anhaltende Fehlentwicklungen, die zusammen immer wieder neue Rettungsmaßnahmen erfordern. Damit bliebe das Vertrauen in die Solidität der Währungsunion beschädigt, und die Euro-Zone wäre weit entfernt von einer stabilen Währungsunion.

Generell erhöht sich das systemische Risiko der Euro-Zone ständig, was sich nun auch in steigenden deutschen Langfristzinsen bemerkbar macht. Der „Safe-Haven-Status“ Deutschlands kommt durch den schleichenden Prozess einer unausweichlichen Sozialisierung von Schulden und Problemen verstärkt unter Druck.

### **Euro-Abwertung könnte die Wettbewerbsfähigkeit der PIIGS-Länder stärken**

Es wird immer wieder betont, wie vorteilhaft eine Abwertung der Währung und damit ein Austritt aus der Euro-Zone für die PIIGS-Länder (allen voran Griechenland) seien, um die Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder zu steigern. Die notwendige Anpassung der Lohnkosten sei in der Realwirtschaft nicht umsetzbar, denn der erforderliche Umfang der Lohnsenkung sei nicht zu bewerkstelligen.

Wir zweifeln diese Argumentation an, da eine Abwertung durch Gelddrucken die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes nicht erhöhen kann. Kurzfristig wären zwar relative Preisvorteile zu erkennen, doch ohne Strukturreformen würde die daraus resultierende Lohnkosteninflation die Wettbewerbsvorteile wieder deutlich senken.

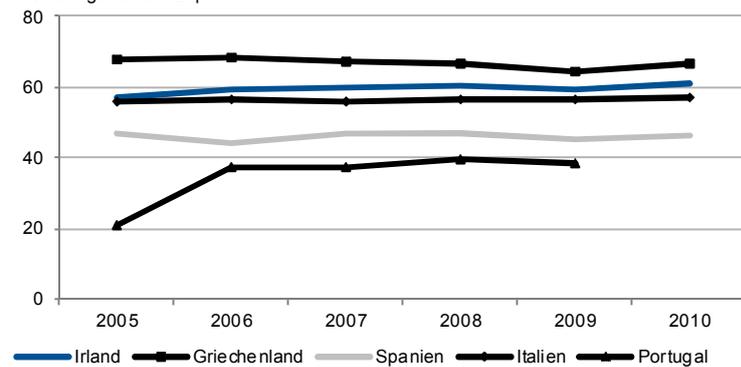
Eine Abwertung muss daher Teil eines größeren Reformpakets sein; die Strukturprobleme müssten parallel angegangen werden. Oft vergessen wird auch, dass eine Abwertung den Lebensstandard eines Landes deutlich reduzieren kann, was ebenso wie Lohnsenkungen negative soziale Implikationen hat.

Die Argumente für eine Abwertung durch den Austritt aus der Währungsunion gewinnen umso mehr an Relevanz, je höher (gemessen an der jeweiligen Gesamtausfuhr) die Exporte der PIIGS-Länder in die Euro-Zone sind. Allerdings exportieren die PIIGS-Staaten einen hohen Anteil ihrer Waren und Dienstleistungen gar nicht in die Euro-Zone (s. das Schaubild auf S. 11). Im Falle Griechenlands sind dies sogar 70 %, und generell bewegt sich der Anteil der Exporte in Länder außerhalb der Euro-Zone oberhalb von 50 %.

Vor diesem Hintergrund wäre eine Abwertung des Euro sinnvoll – vor allem für Griechenland. Wären sich also alle Euroländer über den Erfolg einer Euro-Abwertung einig, könnte sich die Wettbewerbsfähigkeit der PIIGS-Länder, und vor allem Griechenlands, verbessern. Diese Entwicklung scheint sich im Zuge der Eurokrise auch teilweise abzuzeichnen. Und die Schweizerische Nationalbank hat gezeigt, dass eine Abwertung der eigenen Währung wegen der Monopolstellung der Zentralbank durchaus erfolgreich und nachhaltig sein kann.

### Exporte von Waren und Dienstleistungen in die Nicht-Euro-Zone

in % der gesamten Exporte



Quellen: Eurostat, IKB

Wäre eine deutliche Abwertung des Euro der bessere Weg als ein Austritt einzelner Länder und die damit verbundenen wirtschaftlichen Unsicherheiten?

Am Ende ist es eine Verteilungsfrage – wie die meisten aktuellen Themen der Euro-Zone. Doch wenn wir über eine Sozialisierung der Haftung und über eine gemeinschaftliche Verantwortung für europäische Banken nachdenken, sollte auch die Möglichkeit einer generellen Abwertung der Gemeinschaftswährung in Betracht gezogen werden. Basierend auf den Exportanteilen der PIIGS, würde dies die Wettbewerbsfähigkeit signifikant beeinflussen können – wenn auch möglicherweise nur kurzfristig. Eine Abwertung würde auch den Ungleichgewichten innerhalb der Euro-Zone entgegenwirken, denn für wachsende Volkswirtschaften würde sich Inflationsdruck entwickeln, für die PIIGS – auch wegen der Reformbemühungen – dagegen eher nicht.

Eine solche Abwertung könnte einen sinnvollen Teil einer Wachstumsstrategie für die Euro-Zone ausmachen – vor allem, wenn die Fiskaldisziplin andere Spielräume deutlich einengt. Zudem ist eine Abwertung nichts, worüber man sich negativ äußern müsste. Denn beispielsweise erwähnt die Bank of England des Öfteren die bedeutenden Wachstumsvorteile, die sich aus der spürbaren Abwertung des Britischen Pfund für Großbritannien ergeben haben. Und auch die USA haben mit dem Plaza Accord 1985 auf einer deutliche Abwertung ihrer Währung bestanden.

Dr. Klaus-Dieter Bauknecht, Dr. Carolin Vogt

[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

### Fazit:

Ein Wettbewerbsvorteil für Griechenland durch Abwertung wird allgemein mit einem Austritt aus der Währungsunion oder der Einführung einer Parallelwährung in Verbindung gebracht. Ein signifikanter Anteil der Güter- und Dienstleistungsexporte Griechenlands (70 %), aber auch anderer PIIGS-Staaten geht jedoch nicht in die Eurozone, sodass letztlich auch eine Abwertung des Euro die Wettbewerbsfähigkeit maßgeblich beeinflussen würde.

Wenn wir uns in Europa über eine Sozialisierung der Haftung und Euro-weite Lösungen Gedanken machen, dann sollte auch eine Abwertung der Gemeinschaftswährung in Erwägung gezogen werden, auch als Teil einer Wachstumsstrategie – vor allem wenn eine Abwertung generell als Lösung angesehen wird. Die Konsequenzen einer solchen Aktion würden im Vergleich zu alternativen Varianten deutlich überschaubarer bzw. absehbarer ausfallen.

## Mittelständische Industriefirmen: Verminderte Investitionsdynamik trotz guter Finanzlage

Einige Ergebnisse der Frühjahrsbefragung 2012 im Rahmen des BDI-Mittelstandspanels

Regelmäßig zweimal im Jahr (Frühjahr und Herbst) findet im Auftrag von BDI, IKB und Ernst & Young eine Online-Befragung im Kreis industrieller Unternehmen statt. Sie wird vom Institut für Mittelstandsforschung Bonn in Zusammenarbeit mit TNS Emnid durchgeführt. Die befragten vorwiegend mittelständischen Firmen äußern sich zu ihrer aktuellen Geschäftslage und zu den geschäftlichen Perspektiven, zu strategischen Fragestellungen sowie zu wirtschaftspolitischen Themen. An der Frühjahrsbefragung 2012 beteiligten sich gut 1000 Unternehmen. Einen der Themenschwerpunkte bildeten diesmal aktuelle Entwicklungen im Bereich von Investition und Finanzierung. Wichtige Ergebnisse dazu werden im Folgenden kurz zusammengefasst.

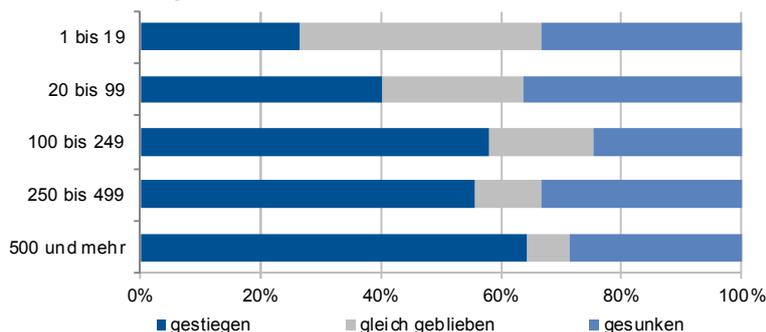
*BDI-Mittelstandspanel – eine Onlinebefragung unter mehr als 1000 Industriefirmen*

**Verhaltene Investitionsaussichten für 2012.** Angesichts der gegen Ende des letzten Jahres eintretenden konjunkturellen Abschwächung haben sich die Geschäftsaussichten der mittelständischen Industrieunternehmen in diesem Frühjahr leicht eingetrübt. Daher blieben die Firmen bei ihren Investitionsplanungen vorerst zurückhaltend, nachdem sie im Vorjahr ihre Anschaffungen merklich ausgeweitet hatten (s. das Schaubild).

### Deutliche Ausweitung des Investitionsvolumens im Jahr 2011

Anteile der Unternehmen in %

Anzahl der Beschäftigten:



Quelle: BDI Mittelstandspanel Frühjahr 2012

Die befragten Unternehmen gaben an, wie hoch 2010 und 2011 ihre Sachanlage-Investitionen waren. Aus den Antworten ergibt sich, wie viel Prozent der Firmen ihr Investitionsvolumen 2011 gesteigert, konstant gehalten oder gesenkt haben.

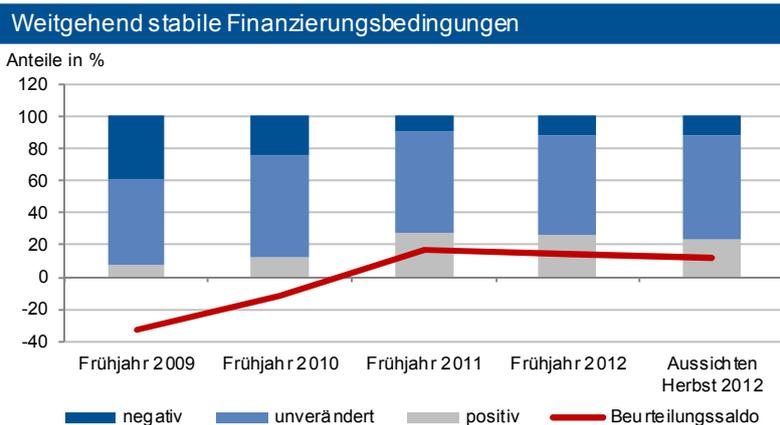
Nun beabsichtigt insgesamt deutlich weniger als ein Drittel, das Investitionsvolumen gegenüber 2011 zu erhöhen. Positiv zu vermerken ist jedoch, dass aus heutiger Sicht der Anteil der investierenden Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr nur leicht zurückgeht. Damit erscheint es durchaus realistisch, dass die Investitionsaktivitäten doch noch stärker zunehmen als zunächst geplant, sollte die Konjunktur im Laufe des Jahres wieder Fahrt aufnehmen. Denn namentlich die Ausrüstungsinvestitionen haben nach dem starken Einbruch von 2009 noch immer nicht das Vorkrisenniveau erreicht. Dabei müssen die Unternehmen angesichts der fortschreitenden Globalisierung ihre Investitionstätigkeit eher noch ver-

*Anteil investierender Unternehmen nur leicht rückläufig*

stärken, um sich mit modernster Ausrüstung in Produktion, Entwicklung und Logistik dauerhaft gegenüber etablierten Wettbewerbern und die rasch erstarkende Konkurrenz aus den Schwellenländern behaupten zu können. Umso wichtiger ist es, dass ein ausreichender Finanzierungsspielraum vorhanden ist.

**Finanzierungsbedingungen kaum verschlechtert.** Angesichts der neuerlichen Turbulenzen an den Finanzmärkten im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise war durchaus zu erwarten, dass sich die Finanzierungslage der Industrieunternehmen erkennbar verschlechtern würde. Die Umfrage bestätigt diese Befürchtung nicht. Zwar setzte sich der positive Trend der letzten Befragungsrunden nicht weiter fort, aber andererseits hat sich das Bild nicht nachhaltig zum Negativen hin verschoben (s. das Schaubild). Auch mit Blick auf den kommenden Herbst ändern die Unternehmen ihre Einschätzung nur unwesentlich.

*Finanzierungssituation weiterhin relativ stabil*



„Wie haben sich Ihre Finanzierungsbedingungen in den letzten 6 Monaten verändert? Und wie schätzen Sie die Entwicklung bis Herbst 2012 ein?“ wurden die Unternehmen gefragt. Die Werte 2009 bis 2011 stammen aus früheren Erhebungen. Der Beurteilungssaldo ist die Differenz aus positiven und negativen Einschätzungen.

Aktuell berichtet etwa nur jedes achte Unternehmen über eine Verschlechterung seiner Finanzierungsbedingungen. Besonders häufig werden dabei eine zögerliche Vergabe neuer Kreditlinien und höhere Margen beklagt. Auch strengere Dokumentations- und Sicherheitsanforderungen erschweren die Finanzierung. Erfreulicherweise hatten zunehmend weniger Unternehmen Probleme bei der Inanspruchnahme von Investitionskrediten. Anzeichen für eine Kreditklemme lassen sich also nicht erkennen – ein Befund, der in anderen Umfragen bestätigt wird.

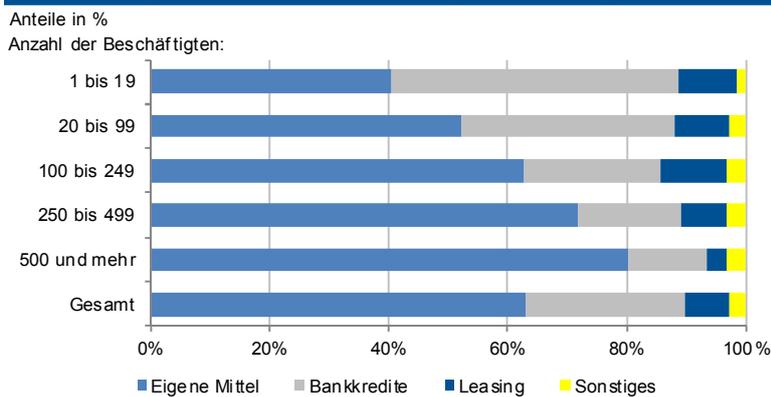
**Weitere Verbesserung der Eigenkapitalausstattung.** Viele Unternehmen profitieren nun davon, dass sie ihre Eigenkapitalausstattung in den letzten Jahren kontinuierlich verbessert haben. Der Anteil der Industrieunternehmen mit einer Eigenkapitalquote von mehr als 20 % ist seit 2007 von 54 % auf annähernd 60 % gestiegen. Dieser Trend setzt sich fort: Über 70 % der Firmen streben für die Zukunft eine Quote von mehr als 20 % an, vier von zehn wollen sogar eine Quote von mehr als 35 % erreichen. Die stärkere Gewichtung der Eigenmittel in der Finanzierungsstruktur reduziert einerseits den Kreditbedarf, andererseits erleichtert sie über eine höhere Bonitätseinwertung den Zugang zu Krediten, wenn diese für größere Investitionsvorhaben dringend benötigt werden.

*Trend zur Stärkung der Eigenkapitalbasis hält an*

**Finanzierung anstehender Investitionen überwiegend aus eigenen Mitteln.** Das veränderte Finanzierungsverhalten der industriellen Unternehmen spiegelt sich auch in den aktuellen Finanzplänen wider (s. das Schaubild). Zur Realisierung der für 2012 geplanten Sachinvestitionen setzen die Firmen vor allem auf eigene Mittel, die primär aus dem laufenden Cashflow oder vorhandenen Liquiditätsbeständen stammen. Bei den größeren Mittelständlern mit mehr als 100 Beschäftigten leisten sie einen Beitrag zur Gesamtfinanzierung in einer Größenordnung von gut 60 % bis zu 80 %. Bankkredite spielen hier nur mehr eine untergeordnete Rolle, wobei allerdings im Einzelfall ein Kredit durchaus der alles entscheidende Baustein sein kann, der überhaupt erst die Umsetzung der Investitionspläne ermöglicht.

*Interne Finanzierung steht im Vordergrund*

#### Finanzierung von Sachinvestitionen weitgehend aus eigenen Mitteln



Die Frage lautete: „Welchen Anteil haben die folgenden Finanzierungsbausteine bei der Finanzierung Ihrer für 2012 geplanten Sachinvestitionen?“ Es zeigen sich deutliche Unterschiede in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße.

Allein die kleineren Unternehmen beabsichtigen, mehr Kreditmittel zur Investitionsfinanzierung einzusetzen, als sie aus selbst erwirtschafteten Mitteln beisteuern. Dies hängt u. a. damit zusammen, dass sie aufgrund ihres begrenzten Geschäftsumfanges eher diskontinuierlich, d.h. in größeren zeitlichen Abständen, investieren. Ein einzelnes Investitionsvorhaben nimmt dann in Relation zum Geschäftsvolumen oft ein größeres Gewicht ein, als dies bei größeren Unternehmen gemeinhin der Fall ist. Entsprechend hoch ist – vergleichsweise – der Finanzierungsbedarf, sodass es meist in größerem Umfang externer Finanzierungsmittel bedarf.

*Die Abhängigkeit vom Bankkredit sinkt mit zunehmender Unternehmensgröße*

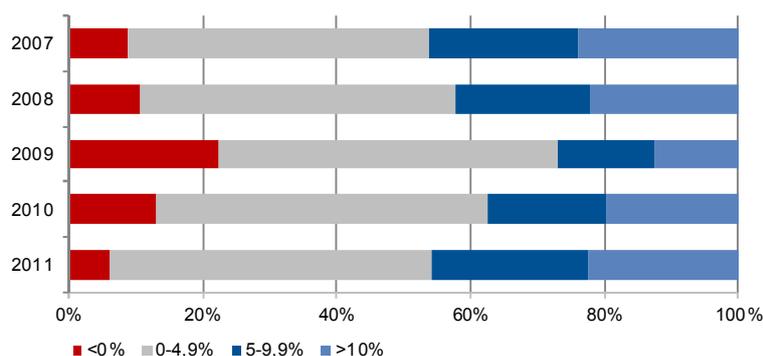
Umso wichtiger ist es, dass in Zukunft gerade den kleineren Unternehmen der Zugang zum Bankkredit nicht übermäßig erschwert wird (etwa durch verschärfte Regulierungen, denen nun die Banken sukzessive unterworfen werden). Dies gilt umso mehr, als die kleineren Firmen, anders als größere Mittelständler, nicht die Möglichkeit haben, sich Mittel aus alternativen Quellen, also z.B. über den Kapitalmarkt, zu beschaffen.

Das Antwortprofil lässt im Übrigen erkennen, dass auch das Leasing seinen festen Platz im Finanzierungsspektrum hat, und zwar quer über alle Unternehmensgrößenklassen hinweg. Anteile von bis zu 10 % und mehr sind umso höher einzuschätzen, als sich Leasingmodelle nicht für alle Investitionsobjekte gleichermaßen eignen.

*Leasing mit festem Platz im Finanzierungsspektrum*

### Ertragsprofil deutlich verbessert

Anteile in %



Quelle: BDI Mittelstandspanel Frühjahr 2012

Im Rahmen der Befragung machten die Firmen auch Angaben zur Höhe ihrer Umsatzrendite im Jahr 2011. Zusammen mit den Daten aus früheren Erhebungen ergibt sich das in der Grafik aufgezeigte Verteilungsprofil.

**Hohe Ertragskraft sichert Selbstfinanzierungsspielraum.** Dass die mittelständischen Industrieunternehmen ihre Finanzierung so stark auf eigene Mittel abstellen können, ist primär ihrer stabilen Ertragskraft zu verdanken. Ein attraktives Produktportfolio, aber auch Produktivitätsverbesserungen und eine moderate Lohnkostenentwicklung haben dazu geführt, dass das Ertragsniveau heute nachhaltig über dem Niveau liegt, wie es etwa in den 1990er-Jahren zu verzeichnen war. Selbst im Krisenjahr 2009 hat sich das Renditeprofil nicht in dem Maße verschlechtert, wie man es angesichts der damaligen dramatischen Umsatzeinbrüche hätte erwarten können (s. das Schaubild).

Seither hat sich indes das Bild wieder deutlich verbessert. Nur noch 6 % der Firmen wiesen 2011 einen Verlust aus; fast die Hälfte glänzte mit Umsatzrenditen von mehr als 5 %. Damit knüpften die Firmen an das ertragsstarke Jahr 2007 an. Mit Blick auf 2012 halten sich die Anteile der Unternehmen mit positiven und negativen Erwartungen die Waage, sodass auch für dieses Jahr in Summe von einer zufriedenstellenden Ertragslage auszugehen ist – und einem entsprechend großen Selbstfinanzierungsspielraum.

*Der 30-seitige Ergebnisbericht zur Frühjahrsbefragung 2012 steht Interessenten kostenlos zur Verfügung, und zwar unter [www.ikb.de](http://www.ikb.de) in der Rubrik „Branchen & Märkte“ unter dem Stichwort „UnternehmerThemen“. Bericht und Fragebogen sowie die Berichte der vorherigen Umfragen und weitere Informationen zum BDI-Mittelstandspanel sind darüber hinaus unter [www.bdi-panel.emnid.de](http://www.bdi-panel.emnid.de) verfügbar.*

Dr. Günter Kann

[Guenter.Kann@ikb.de](mailto:Guenter.Kann@ikb.de)

## Fazit:

Eine Abschwächung der Geschäftstätigkeit hat zuletzt viele Industrieunternehmen zu einer vorsichtigeren Investitionsplanung veranlasst. Im Grundsätzlichen aber ist die Investitionsbereitschaft weiterhin hoch. Ausreichende Finanzierungsspielräume sind vorhanden, auch weil die gute Ertragssituation eine hohe Selbstfinanzierung ermöglicht. Der Trend zu einer Stärkung der Eigenkapitalbasis hält an.

## Unternehmen des gehobenen Mittelstands erneut mit gutem Jahresabschluss

Regelmäßig verfolgen wir anhand einer Kennziffernanalyse die Entwicklung von etwa 125 börsennotierten mittelständischen Unternehmen. Es handelt sich hier um meist sehr renommierte Firmen mit Umsätzen überwiegend zwischen 50 Mio. und 3 Mrd. €, die ihr Tätigkeitsfeld vor allem in der Industrie und in industrienahen Dienstleistungszweigen haben. Diese Unternehmen stellen zwar nur einen Ausschnitt aus der Gesamtheit des gehobenen deutschen Mittelstands dar. Insofern sind unsere Auswertungen nicht vollkommen repräsentativ für dieses Firmensegment, gleichwohl zeigen sie wichtige Trends auf, die auch auf die zahlreichen nicht gelisteten größeren Mittelständler zutreffen.

*Auswertung der Jahresabschlüsse 2011 von ca. 125 mittelständischen Börsenunternehmen*

Die nun vorliegenden Jahresabschlüsse 2011 liefern interessante Ergebnisse darüber, wie die Unternehmen nach sehr herausfordernden Jahren – erst dramatische Wirtschaftskrise, dann kräftiger Aufschwung – heute positioniert sind und wie gut sie vorbereitet sind für die derzeitige Situation, in der es gilt, sich einerseits auf nicht unerhebliche Konjunkturrisiken einzustellen, andererseits aber auch die langfristigen globalen Wachstumsperspektiven im Auge zu behalten.

### Steigende Umsätze, stabile Erträge

Zunächst bleibt festzuhalten: 2011 liefen die Geschäfte sehr gut. Im Durchschnitt erzielten die Unternehmen ein Umsatzplus von 12 % (nach +15 % im Jahr zuvor). Damit ist für die meisten die Krise der Jahre 2008/09 endgültig abgehakt. Das Umsatzwachstum war breit angelegt. Neun von zehn Unternehmen weisen für 2011 eine Erlössteigerung aus. Das positive Gesamtbild wird dabei insbesondere durch Unternehmen der Solarindustrie getrübt, die teils heftige Umsatzeinbrüche hinnehmen mussten.

*Zweistelliges Umsatzplus in 2011*

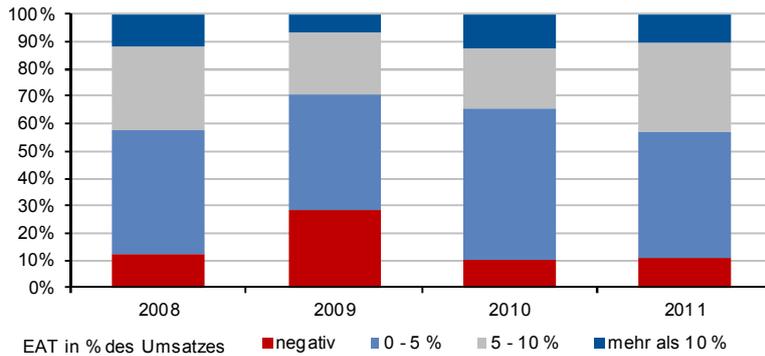
Auch auf der Ertragsseite überwiegen die Pluszeichen. Gut zwei Drittel der Unternehmen konnten 2011 ihre Erträge steigern, allerdings nicht immer in dem Maße, in dem sich der Umsatz erhöhte. So konnte letztlich nur gut die Hälfte der Firmen auch die EBIT-Quote (EBIT in Relation zum Umsatz) verbessern. Für die Unternehmen insgesamt blieb die Kennziffer mit fast 8 % konstant auf dem hohen Niveau des Vorjahres; das durchschnittliche Ergebnis nach Steuern ging, in Relation zum Umsatz betrachtet, leicht zurück.

*Gut die Hälfte der Firmen mit verbesserter EBIT-Quote*

Hierbei ist zu berücksichtigen, dass 2011 eine Reihe von Faktoren negativ auf die Ertragsentwicklung einwirkte. So stellten die hohen Rohstoff- und Energiepreise ebenso eine Belastung dar wie die ansteigenden Lohnkosten. Zusätzliche Kosten entstanden einigen Firmen außerdem durch Umstrukturierungsmaßnahmen, durch Inbetriebnahme neuer Anlagen oder Integration neu akquirierter Unternehmen. Hinzu kam, dass sich zum Jahresende hin die geschäftlichen Aktivitäten abschwächten. Vor diesem Hintergrund ist das Gesamtbild der Ertragsentwicklung immer noch als sehr positiv zu werten.

**Ertragsstärke zeigt sich auch in der Streuung der Ergebnisse**

Jahresergebnis nach Steuern (EAT); Anteile in %



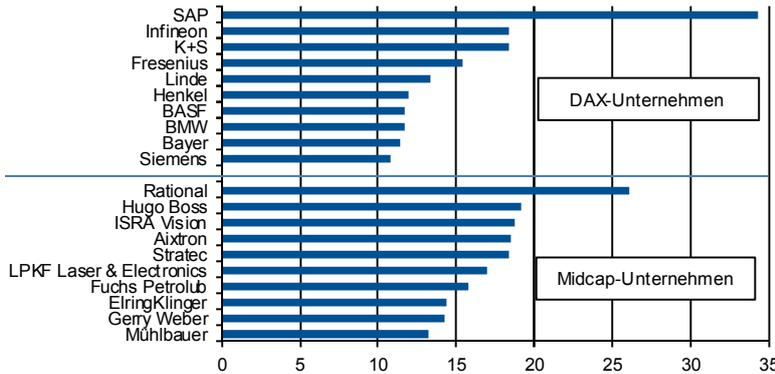
Quelle: IKB-Auswertung von ca. 125 börsennotierten Mittelstands- und Familienunternehmen

Dies gilt auch in Bezug auf die Streuung der Ergebnisse (s. das Schaubild oben): Der Anteil der Firmen mit Verlusten blieb mit ca. 10 % weiterhin sehr niedrig, und der Anteil der Firmen, die Nach-Steuer-Renditen von mehr als 5 % erzielten, hat sich noch einmal erhöht. Insgesamt zeigt unsere Auswertung eines auch sehr deutlich: In punkto Ertragskraft können die Mittelständler durchaus mit den Großkonzernen mithalten (s. das folgende Schaubild).

*Mittelständler beim Ertrag auf Augenhöhe mit den Großkonzernen*

**Hohe Ertragskraft: Mittelstand kann mit Großkonzernen mithalten**

EBIT-Quoten 2011 in %



Quellen: Geschäftsberichte, Handelsblatt

**Differenzierte Ertragsentwicklung in den Branchen**

Die Ertragsentwicklung verlief bei den erfassten Unternehmen von Branche zu Branche uneinheitlich.

Den Unternehmen des Maschinenbaus gelang auf der Basis eines weit überdurchschnittlichen Umsatzzuwachses von 26 % eine deutliche Verbesserung der Erträge. Die EBIT-Quote stieg um fast einen Prozentpunkt auf 7,6 %. Typischerweise entwickelt sich die Branche mit einem gewissen Nachlauf zur allgemeinen Konjunktur. Entsprechend „verzögern“ sich auch die Gewinne.

*Merklicher Renditen-Anstieg im Maschinenbau und bei den Autozulieferern*

Die Automobilzulieferer konnten 2011 ihre Erträge ebenfalls noch einmal steigern – von 7,1 % auf 8,0 %. Entscheidend dafür war auch hier eine starke Geschäftsausweitung im Zuge der weiterhin lebhaften Automobilkonjunktur.

Eine Spitzenposition beim Ertrag nehmen die Firmen ein, die in den Bereichen Medizintechnik, Analyse- und Automatisierungstechnik tätig sind. Mit einer durchschnittlichen EBIT-Quote von fast 12 % liegen sie deutlich über dem Gesamtdurchschnitt.

Als in Summe besonders ertragsstark präsentieren sich zudem Software-Firmen und IT-Dienstleister mit einer EBIT-Quote von 9,5 %. Sie profitieren nicht zuletzt davon, dass Unternehmen aus allen Sparten der Wirtschaft bestrebt sind, ihre Anlagen und Prozesse zu optimieren.

Bemerkenswert ist das Gewinnniveau in der Konsumgüterindustrie, das mit gut 7 % nur wenig hinter dem Maschinenbau zurückliegt. Mithin ist es für deutsche Anbieter auch in diesem Bereich weiterhin möglich, erfolgreich zu sein, vor allem wenn sie auf sehr hochwertige Produkte und eine ausgefeilte Markenstrategie setzen.

Die Verlierer des Jahres 2011 waren die Unternehmen der Wind- und Solarindustrie und deren Zulieferer. Die Strukturprobleme dieser Branchen schlugen sich in rückläufigen Umsätzen und in stark sinkenden Erträgen nieder. Insgesamt sind die Firmen deutlich in die roten Zahlen gerutscht (EBIT-Quote ca. -6 %), nachdem sie im letzten Jahr noch ein ansprechendes Ergebnis erzielen konnten.

*Firmen der Solartechnik mit Verlusten*

### **Kontrollierte Ausweitung der Investitionen**

Angesichts der günstigen Geschäftsentwicklung haben die Unternehmen verstärkt Ausgaben getätigt, um Spielräume für weiteres Wachstum zu schaffen – durch Lageraufbau, durch Sach- und Beteiligungsinvestitionen sowie Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten. Allerdings deuten alle Daten darauf hin, dass solche Maßnahmen sehr gezielt durchgeführt wurden; ihre weitere Expansion treiben die Firmen offenbar konsequent, aber doch mit einer gewissen Vorsicht voran.

So ist die Bilanzsumme im Durchschnitt um gut 7 % und damit schwächer als im letzten Jahr gestiegen. Ihr Anstieg blieb zudem deutlich hinter dem Wachstum des Umsatzes zurück.

Der operative Cashflow war angesichts einer Ausweitung der Lager- und Forderungsbestände erwartungsgemäß rückläufig, allerdings nur um einen Prozentpunkt. Er bewegte sich (in Relation zum Umsatz) mit ca. 7 % weiterhin auf hohem Niveau. Selbst nach Berücksichtigung der Investitionsausgaben verblieben den Firmen im Durchschnitt noch Mittel aus dem laufenden Geschäft, was in einem zwar rückläufigen, aber immer noch positiven Free Cashflow seinen Niederschlag findet. In ihrer Gesamtheit wären die Unternehmen also nicht darauf angewiesen gewesen, sich zur Deckung ihrer Ausgaben Finanzmittel von außen zu beschaffen.

*Operativer Cashflow nur leicht rückläufig*

Dabei war die Investitionstätigkeit 2011 durchaus sehr rege. Mehr als 70 % der Firmen haben ihre Investitionen in das Sach- und immaterielle Anlagevermögen gegenüber dem Vorjahr ausgeweitet. Allerdings hat sich die Investitionsquote, d.h. das Investitionsvolumen in Relation zum

*Investitionsquote auf dem Niveau von 2010*

Umsatz, im Vergleich zum Vorjahr nicht erhöht, sondern ist konstant geblieben. Auch ihre FuE-Ausgaben haben die Unternehmen im Umfang des Umsatzwachstums ausgeweitet.

### Solide Finanzierungsstrukturen

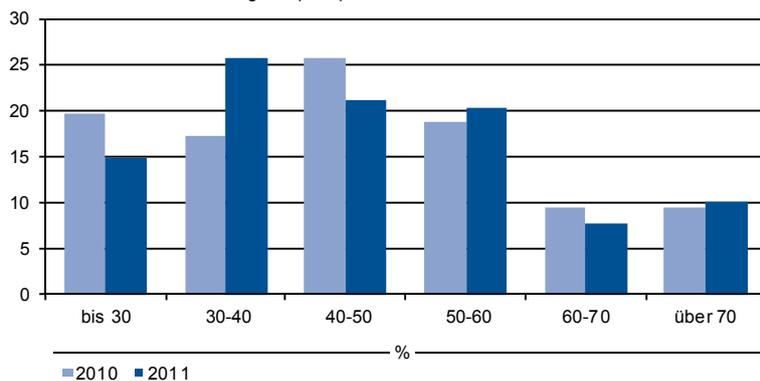
Da viele Firmen bei ihren Investitionen eher auf eine „kontrollierte Offensive“ setzten statt ihre Expansion mit größtmöglicher Dynamik vorantreiben, stellen sich auch nach zwei umsatzstarken Jahren die finanziellen Verhältnisse als überwiegend sehr stabil dar. Jedes zweite Unternehmen hat 2011 seinen Liquiditätsbestand erhöht. Im Firmendurchschnitt ging diese Position, gemessen an der Bilanzsumme, nur geringfügig zurück und liegt weiterhin bei über 12 %. Bemerkenswert (und für eine Phase kräftigen Wachstums eher ungewöhnlich) ist zudem, dass die Hälfte der Firmen die Finanzverbindlichkeiten zurückgeführt hat. Im Durchschnitt nahm diese Position auch anteilig an der Bilanzsumme ab.

Dagegen ist bei der durchschnittlichen Eigenkapitalquote ein weiterer Anstieg zu verzeichnen – auf ausgezeichnete 46,2 %. Sechs von zehn Unternehmen kommen aktuell auf eine Quote von über 40 % (s. das Schaubild). Die Firmen sind offenbar zunehmend interessiert, den Beitrag der Eigenmittel zur Gesamtfinanzierung auszubauen, um erhöhten Risiken aus den geschäftlichen Aktivitäten Rechnung zu tragen, aber auch um sich unabhängiger von der Kreditfinanzierung zu machen.

*Nochmaliger Anstieg der durchschnittlichen Eigenkapitalquote ...*

#### Starke Eigenkapitalbasis weit verbreitet

Anteile der Firmen mit einer Eigenkapitalquote von ... % an der Gesamtzahl der Firmen



Quelle: IKB-Auswertung von ca. 125 börsennotierten Mittelstands- und Familienunternehmen:

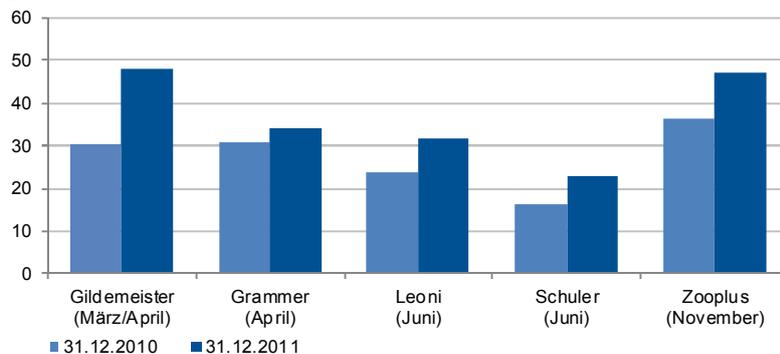
Während sich für die Gesamtheit der Firmen ein anhaltender Trend zur Stärkung der Eigenkapitalbasis vollzieht, ist auf Ebene des einzelnen Unternehmens eine im Zeitablauf schwankende Quote typisch: So war 2011 (wie schon im Vorjahr) bei gut der Hälfte der Unternehmen eine Erhöhung, bei knapp der Hälfte ein Rückgang zu beobachten. In welche Richtung sich die Quote jeweils bewegt, ist abhängig von der aktuellen Höhe der Erträge und vom Ausmaß des Bilanzsummenanstiegs. Insbesondere die Umsetzung größerer Projekte ist meist – vorübergehend – mit einer sinkenden Quote (und mit einem temporären Anstieg der Finanzverbindlichkeiten) verbunden.

*... bei allerdings differenzierter Entwicklung bei den einzelnen Unternehmen*

Allerdings wäre die durchschnittliche Eigenkapitalquote unseres Firmenkreises in 2011 weniger gestiegen, hätten sich nicht einige Unternehmen Kapital auch von außen beschafft. Über Kapitalerhöhungen sind ihnen seitens ihrer Aktionäre erhebliche Mittel zugeflossen; dadurch haben ihre Eigenkapitalquoten zum Teil erheblich zugenommen (s. das Schaubild) – mit einem entsprechend positiven Effekt auf den Durchschnittswert. Auch hierin zeigt sich der hohe Stellenwert, den die Unternehmen heute einer hohen Eigenkapitalausstattung beimessen – nicht zuletzt mit Blick auf ihre langfristigen Wachstumspläne.

#### Kapitalerhöhungen mit starkem Impuls auf die Eigenkapitalbasis

Entwicklung der Eigenkapitalquote von Firmen, die 2011 eine Kapitalerhöhung durchführten; in %



Quelle: IKB-Auswertung der Abschlüsse von ca. 125 börsennotierten Mittelstands- und Familienunternehmen

Dass die Firmen auf Wachstum ausgerichtet sind, dokumentiert die Entwicklung ihrer Mitarbeiterzahl. 2011 stieg die Zahl der Beschäftigten bei den Firmen, die solche Daten in ihren Berichten präsentieren, im Durchschnitt um fast 8 %. Vor allem im Ausland haben die Unternehmen – oft im Zuge von Firmenübernahmen – ihre Belegschaften deutlich aufgestockt (+11 %). Aber auch im Inland wurden neue Arbeitsplätze geschaffen, da nach wie vor ein Großteil der Auslandsaktivitäten an den inländischen Standorten verankert ist. So sind heute im Durchschnitt immer noch 54 % aller Beschäftigten in Deutschland tätig, obwohl der Umsatzanteil des inländischen Marktes nur noch bei 34 % liegt

Dr. Günter Kann, Ralf Heidrich

[Guenter.Kann@ikb.de](mailto:Guenter.Kann@ikb.de)

[Ralf.Heidrich@ikb.de](mailto:Ralf.Heidrich@ikb.de)

## Fazit:

Insgesamt gesehen, sind die mittelständischen Börsenunternehmen in einer sehr guten Verfassung. Sie haben nach der Krise ihre Umsätze ausgeweitet und dabei gute Erträge erwirtschaftet, die sie zu großen Teilen in den Ausbau ihrer betrieblichen Anlagen und ihres internationalen Netzwerkes investiert haben. Allerdings haben die Firmen ihre Handlungsspielräume nicht bis zum Letzten ausgereizt, sondern bewusst auch finanzielle Reserven aufgebaut. Mit komfortablen Liquiditätsbeständen, einer hohen Eigenkapitalquote und einer reduzierten Bankverschuldung sind sie gut gerüstet: sowohl für eine Abschwächung der Geschäftstätigkeit im Zuge einer möglichen Konjunkturabschwächung als auch für eine weitere Expansion insbesondere mit Blick auf die neuen weltwirtschaftlichen Wachstumszentren.

**IKB Deutsche Industriebank AG**  
[www.ikb.de](http://www.ikb.de)

**Düsseldorf**

Helmut Laux  
Wilhelm-Bötzkes-Straße 1  
40474 Düsseldorf  
Telefon +49 211 8221-4607  
Telefax +49 211 8221-2607  
[Helmut.Laux@ikb.de](mailto:Helmut.Laux@ikb.de)

**Berlin**

Wolf-Herbert Weiffenbach  
Charlottenstraße 35/36  
10117 Berlin  
Telefon +49 30 31009-9005  
Telefax +49 30 31009-8005  
[Wolf-Herbert.Weiffenbach@ikb.de](mailto:Wolf-Herbert.Weiffenbach@ikb.de)

**Frankfurt**

Udo Belz  
Eschersheimer Landstraße 121  
60322 Frankfurt  
Telefon +49 69 79599-9611  
Telefax +49 69 79599-8611  
[Udo.Belz@ikb.de](mailto:Udo.Belz@ikb.de)

**Hamburg**

Heinrich Schraermeyer  
Gertrudenstraße 2  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 23617-9232  
Telefax +49 40 23617-8232  
[Heinrich.Schraermeyer@ikb.de](mailto:Heinrich.Schraermeyer@ikb.de)

**München**

Norbert Mathes  
Seidlstraße 27  
80335 München  
Telefon +49 89 54512-9841  
Telefax +49 89 54512-8841  
[Norbert.Mathes@ikb.de](mailto:Norbert.Mathes@ikb.de)

**Stuttgart**

Dr. Reiner Dietrich  
Löffelstraße 4  
70597 Stuttgart  
Telefon +49 711 22305-9776  
Telefax +49 711 22305-8776  
[Reiner.Dietrich@ikb.de](mailto:Reiner.Dietrich@ikb.de)

**London**

80 Cannon Street  
London EC4N 6HL  
United Kingdom  
Telefon +44 (0) 20 709072-00  
Telefax +44 (0) 20 709072-72

**Madrid**

Palazzo Reale  
Paseo de la Castellana, 9-11  
28046 Madrid  
España  
Telefon +34 (0) 91 700-1116  
Telefax +34 (0) 91 700-1463

**Mailand**

Via Dante 14  
20121 Milano  
Italia  
Telefon +39 (0) 2 7260-161  
Telefax +39 (0) 2 7260-1650

**Paris**

374, rue Saint-Honoré  
75001 Paris  
France  
Telefon +33 (0) 1 703977-77  
Telefax +33 (0) 1 703977-47

**IKB Leasing GmbH**

Gertrudenstraße 2  
20095 Hamburg  
Telefon +49 40 23626-0  
Telefax +49 40 23626-5278  
[www.ikb-leasing.com](http://www.ikb-leasing.com)

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die von der IKB Deutsche Industriebank AG („die IKB“) für zuverlässig erachtet werden. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in der Publikation enthaltenen Informationen übernimmt die IKB jedoch keine Gewähr. Die von den Autoren geäußerten Meinungen sind nicht notwendigerweise identisch mit Meinungen der IKB. Die Beiträge sind weder als Angebot noch als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers oder eines sonstigen Anlagetitels zu verstehen.

Düsseldorf, im Juli 2012.

Redaktionsschluss: 29. Juni 2012

Bereich Volkswirtschaft und Research der IKB Deutsche Industriebank AG

Wilhelm-Bötzkes-Straße 1, 40474 Düsseldorf

Redaktion: Ralf Heidrich und Dr. Günter Kann

Telefon +49 211 8221-4750 und -4499

E-Mail [Ralf.Heidrich@ikb.de](mailto:Ralf.Heidrich@ikb.de)