



### Draghi's Dilemma: North-South-Gap Grows

- ✓ North-South-Gap Grows
- ✓ Corporate Credit Cycle Likely to Turn
- ✓ 53% of Corp. Credit Shrinks, 47% Grows

Chart 6

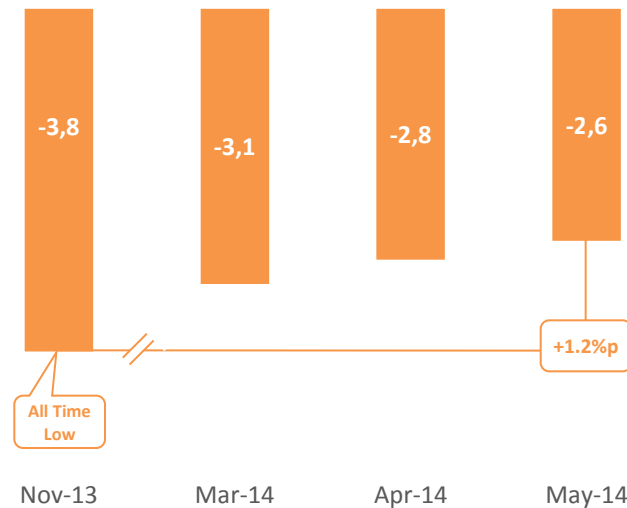
Chart 2

Charts 7 & 8

Our Methodology Explained on P. 5

#### 1 EZ Corporate Credit Growth Improves

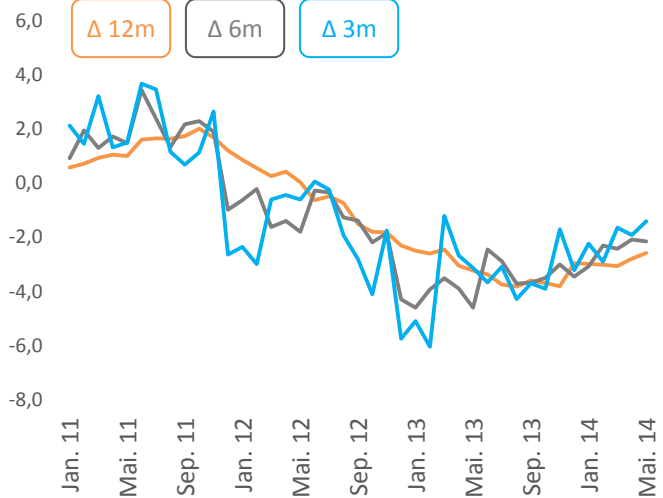
Growth of corporate credit in the Eurozone (Eurozone corporate credit stock, Change yoy in %, 'Index of Notional Stocks-Concept' of the ECB)



Source: ECB, Barkow Consulting 'EU Credit Benchmark Model'

#### 2 Short Term Growth Even More So

Growth of corporate credit in the Eurozone (Eurozone corporate credit stock, Change yoy in %, Short term growth rates annualized, 'Index of Notional Stocks-Concept' of the ECB)



Source: ECB, Barkow Consulting 'EU Credit Benchmark Model'

### ECB Too Late?

There seem few reasons to dispute the fact that access to corporate credit is still difficult in some EU countries. Nevertheless, ECB measures announced 5 June 2014 have been subject to controversial debate.

Though corporate credit still declines, the ECB has reported an improving growth rate for the Eurozone (EU18) since the low point in 11/2013. Corporate credit is, however, currently still shrinking by 2.6% pa (most recent ECB data point for 05/2014), but this compares to a decline of 3.8% at the cyclical low point. Effectively the volume of unadjusted corporate credit stock still shrinks by EUR148bn pa.

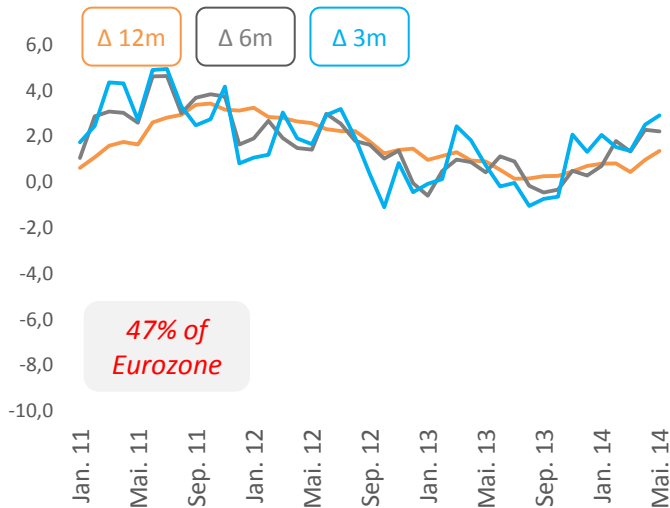
As per *Chart 1* loan growth seems to be improving relatively strongly. Especially the most recent improvements in 04/2014 and 05/2014 prompt the question, whether the ECB measures are too late from a corporate lending perspective and run behind an already ongoing recovery in the credit (growth) cycle. The ECB measures might in this case be at best unnecessary or even worse: Pro-cyclical.

We have therefore taken a deep dive into Eurozone corporate lending developments, trying to answer the question, if so called Big Bertha was needed or not. Consequently, we look at the development of various growth rates, rather than focusing on yoy-deltas, which are at the center point of ECB disclosure. To be able to do so, we have built the *EU Credit Benchmark Model*<sup>®</sup>, which is explained in greater detail on page 5.



### 3 North+: Growth Accelerates

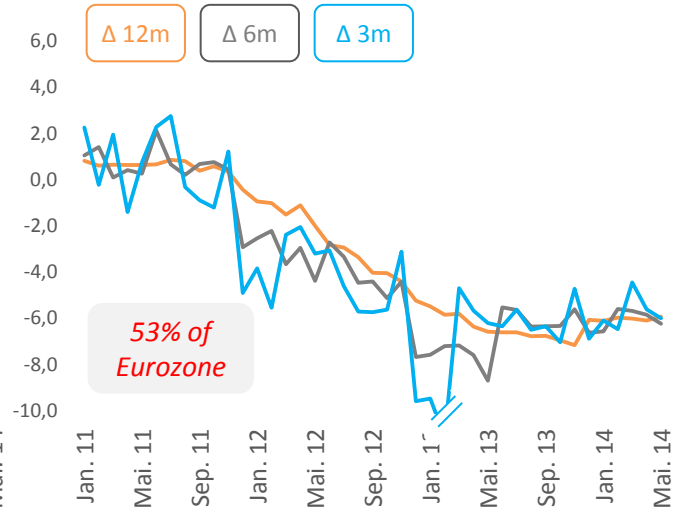
Growth of corporate credit in North+ countries  
(North+ countries corporate credit stock, Change yoy in %, Short term growth rates annualized, 'Index of Notional Stocks-Concept' of the ECB)



Source: ECB, Barkow Consulting 'EU Credit Benchmark Model'

### 4 South+: No Improvement

Growth of corporate credit in South+ countries  
(South+ countries corporate credit stock, Change yoy in %, Short term growth rates annualized, 'Index of Notional Stocks-Concept' of the ECB)



Source: ECB, Barkow Consulting 'EU Credit Benchmark Model'

## ECB Too Late? (ctd.)

We look at the change of growth rates (2<sup>nd</sup> deviation of credit stock) rather than absolute growth rates (1<sup>st</sup> deviation), as we think, we can identify turning points in the lending cycle earlier by doing so.

Looking at *Chart 2*, the improving trend of yoy growth actually seems to be intact. In addition, 6m and 3m growth rates are comfortably higher than yoy credit growth. We take this as an indication, that yoy growth momentum should be further improving in coming months.

## 53% of Corporate Credit Markets Shrink

In a next step we have classified Eurozone countries by current lending growth rates into two categories, which we call North+ (positive yoy corporate lending growth) and South+ (negative yoy corporate lending growth). The South+ category can be further divided into Mid Countries with moderately declining corporate lending (> -4% growth pa) and Weak Countries with strongly declining corporate lending (< -4% growth pa). We give an overview of the categories, definitions and countries in *Table 1* within the Statistical Overview on page 4 of this research note.

Looking at growth trends for the two respectively three categories, we can draw the following conclusions: Loan growth momentum of North+ (47% of Eurozone corporate credit stock), as indicated in *Chart 3*, seems intact. It is likely to improve further, as shorter term growth rates are encouraging. German loan growth is especially positive with 3m growth having gone up to 2.7% (annualized) in 05/2014. Due to its ca. 20% weight in Eurozone corporate credit stock Germany is a strong driver of total Eurozone loan growth.

Loan growth momentum of South+ (53% of Eurozone), as shown in *Chart 4*, seems to be stalling after a period of slight improvement. Short term growth rates are roughly in line with 12m growth rates. Furthermore, especially 3m growth has come down substantially in April and May. There are indeed a number of countries within this category, where short term loan growth trends do seem worrying (eg Portugal, Ireland, Italy, The Netherlands, also see next page).



# Barkow Consulting

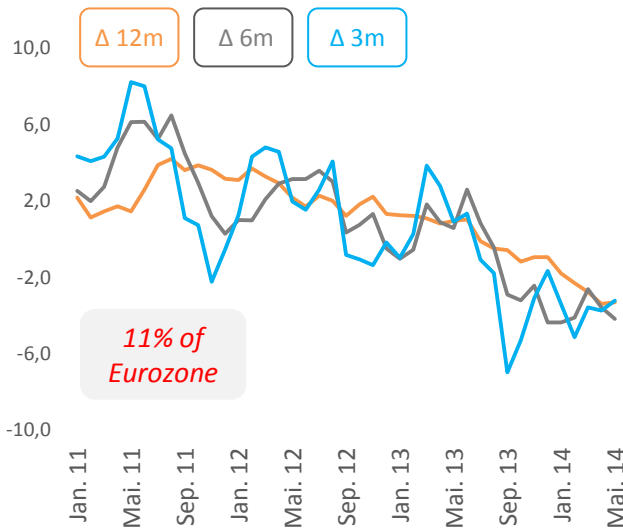
## Eurozone on Corporate Credit Watch



### 5 Mid Countries: Decline Accelerates

Corporate credit growth of Mod. Declining Countries

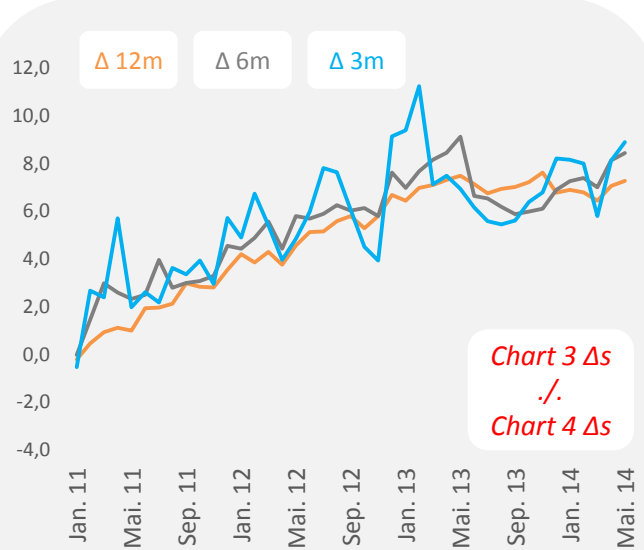
(Mid countries corporate credit stock, Change yoy in %, Short term growth rates annualized, 'Index of Notional Stocks-Concept' of the ECB)



### 6 North+ South+ Gap Grows

North+ credit growth less South+ credit growth

(Corporate credit growth gap, Difference of growth rates in %p)



### Mid Countries Worst

As mentioned above, we can further subdivide the South+ category in countries with strongly and moderately shrinking credit stock. Loan growth momentum of the latter (Mid Countries, 11% of Eurozone), as illustrated in *Chart 5*, is the worst of the three country groups with yoy lending growth still deteriorating strongly. At least short term growth rates seem to have stabilized in recent months, but are not yet ahead of yoy growth rates.

### Credit Growth Gap >7%

In a next step we have looked at the gap in lending growth between North+ and South+ as shown in *Chart 6*. The lending gap has almost continuously increased since the beginning of 2011, when it was close to zero. On a yoy basis North+' loan growth is currently 7.3% higher than South+'. This is only marginally below the high point of loan growth divergence in 11/2013 at 7.6%. Looking at 6m and 3m growth rates the growth differential is even higher (eg 8.9% on 3m growth). More recently the growth difference has increased again on all three growth ratios.

This North+/South+ credit growth gap will, in our view, be a key ratio to measure the effectiveness of recently announced ECB initiatives.

### Credit Cycle Could Turn

Summarizing the above, it seems that the South+ countries representing 53% of Eurozone corporate credit stock are in deed in need of Big Bertha and could benefit from targeted LTRO programme.

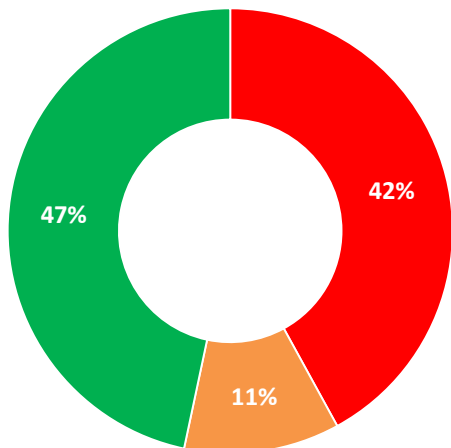
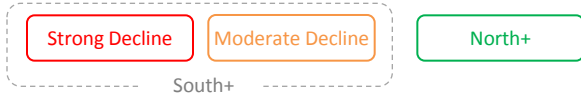
Extrapolating the current 3m growth trend, Eurozone corporate credit stock would start to grow again at the end of 2014. This would not even consider ECB support with first contributions from the TLTRO starting in September and December. ECB measures could therefore coincide with a possible trough in the corporate credit cycle.

The path to positive corporate credit growth in the Eurozone is, however, still paved with numerous uncertainties like the fragile fledgling economic recovery or comparatively high volatility of the 3m growth rate.



## 7 53% of EZ Corp Credit Stock Shrinks

Eurozone corporate credit stock by country growth rate  
(Corporate credit stock, Change in % pa)



Source: ECB, Barkow Consulting 'EU Credit Benchmark Model'

## T1 North+ & South+ Countries

Country classifications according to lending growth

Category	North+	South+
Definition	> 0% pa	< 0% pa
Country 1	Austria	Belgium
Country 2	Estonia	Cyprus
Country 3	Finland	Latvia
Country 4	France	Malta
Country 5	Germany	Netherlands
Country 6	Luxembourg	Greece
Country 7	Slovakia	Ireland
Country 8		Italy
Country 9		Portugal
Country 10		Slovenia
Country 11		Spain

**Mid Countries** (Moderate Decline): Belgium, Cyprus, Latvia, Malta, Netherlands

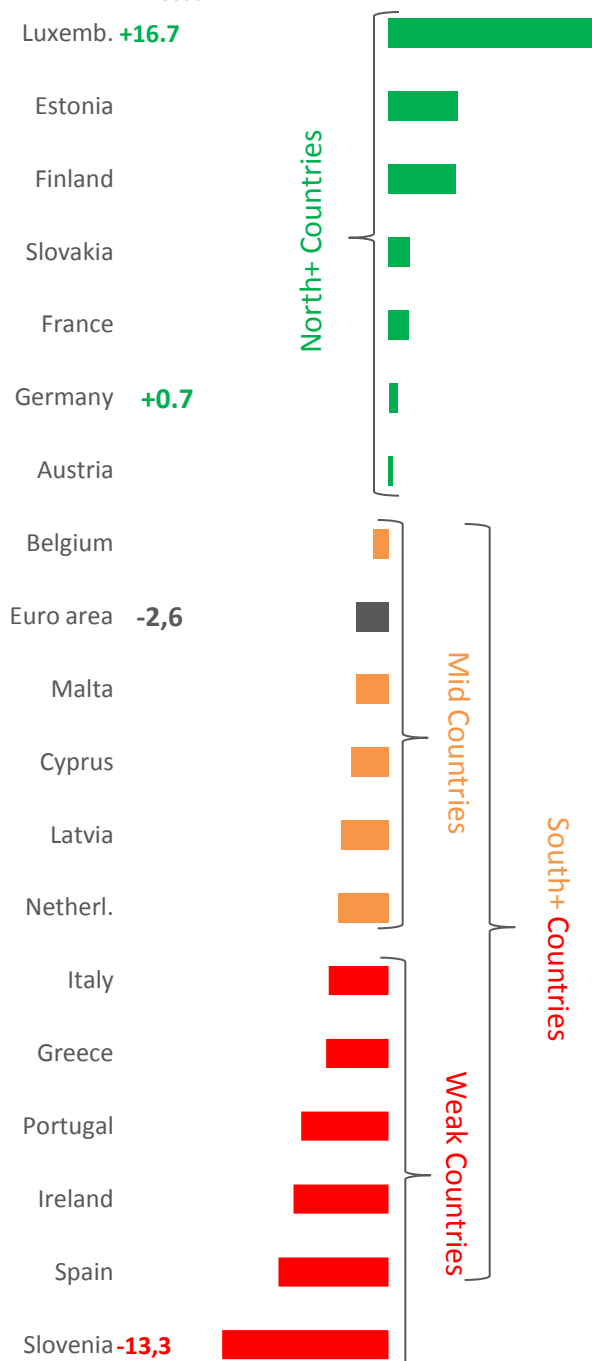
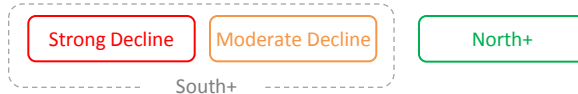
**Weak Countries** (Strong Decline): Greece, Ireland, Italy, Portugal, Slovenia, Spain

**South+ Countries** (Strong Decline): Belgium, Cyprus, Latvia, Malta, Netherlands, Greece, Ireland, Italy, Portugal, Slovenia, Spain

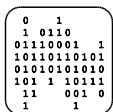
Source: Barkow Consulting

## 8 Countries by Corporate Credit Growth

Growth of corporate credit  
(Corporate credit stock, Change in % pa)



Source: ECB, Barkow Consulting



# EU Credit Benchmark Model Methodology



## Barkow Consulting - About Us

Barkow Consulting is a completely independent strategic finance advisor offering corporate finance and investor relations services. We advise on all sorts of equity and debt financings in private and public markets.

We talk the language of your investors and think precisely like them, which ultimately means in financial models and ratios. Barkow Consulting translates your corporate strategy into business plan, financial model, enterprise value and investment case (equity or credit story). Our clients range from zero revenues to EUR 50 bn market capitalization.

## EU Credit Benchmark Model®

### Why a Proprietary Model?

During the last years Barkow Consulting has invested a considerable amount of time in the analysis of corporate lending data from central banks (eg Bundesbank and ECB). Available central bank data in most cases allows a much more detailed analysis than provided by official press communication. In its statistical press release *MONETARY DEVELOPMENTS IN THE EURO AREA*, for instance, the ECB, focuses on two yoy corporate credit growth rates. Its definitions and classifications would, however, theoretically allow for 240 growth rates.

Barkow Consulting has therefore decided to build the *EU Credit Benchmark Model®*, which calculates the most important growth parameters from a credit supply point of view.

### What Is So Special About It?

Raw corporate credit data for EU 18 countries provided by the ECB form the basis of Barkow Consulting's *EU Credit Benchmark Model®*. Furthermore, the model accounts for the following factors:

- It focuses on the corporate credit supply of specific regions rather than on the development of corporate credit of the region's banking system
- It adjusts for non monetary effects on credit supply such as write offs, reclassifications, currency fluctuations etc. rather than using simple credit stock
- The *EU Credit Benchmark Model®* is able to aggregate data for specific country groups (eg North+/South+)

### A Benchmark for the ECB

Assuming the ECB intends to harmonize corporate lending conditions across the EU, this should ideally result in equal credit growth rates. We think this can be measured by the credit growth gap between North+ and South+ regions in the EU. According to data from the *EU Credit Benchmark Model®* North+ regions currently show a 7.3% higher credit growth rate than the South+. This growth gap should ideally narrow over time, if the ECB measures are successful.

We admit that the credit gap could also narrow by slowing growth in North regions. A second condition for successful ECB measures is therefore an improvement in overall credit growth beyond the existing trend.

### Main Model Outputs

Barkow Consulting's *EU Credit Benchmark Model®* is able to generate numerous outputs, which have been back tested against available ECB data. The main model outputs are, however, the following:

- 12m (yoy), 6m and 3m growth rates of adjusted domestic corporate credit stock per country
- Aggregated corporate credit growth numbers for North+ and South+ countries. The latter is further subdivided in Mid and Weak countries
- A corporate credit growth gap analysis between North+ and South+ countries

## Nutzungsregelungen der Barkow Consulting Newsletter „Credit News“ und „Real Estate News“

### Geistiges Eigentum

Dieser Newsletter ist mit allen seinen Inhalten und Bestandteilen, wie Analysen, Bildern, Daten, Graphiken, Texten, Ton- und Videosequenzen, Übersichten, Meinungen, Kommentaren, Zitaten, Zeichnungen, Layouts und sonstigen Elementen geistiges Eigentum von Barkow Consulting GmbH („Barkow Consulting“) und urheberrechtlich geschützt. Verwertungen gleich welcher Art sind nur unter Angabe der vollständigen Quelle „Barkow Consulting Credit News“ und der Internetadresse „www.BarkowConsulting.com“ gestattet. Dies gilt insbesondere für die Verwendung in Form von Kopien, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und der Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen sowie bei der Verwendung in Präsentationen, als sonstiges Informationsmaterial und bei Weiterleitungen des Newsletters an Dritte. Die vorgenannten Verwendungen und Weiterleitungen sind unzulässig, wenn diese den Ruf von Barkow Consulting, z.B. aufgrund der Art und Weise der Verwendung, insbesondere in Verbindung mit Inhalten des Dritten, offensichtlich schädigen können.

### Inhalte Dritter

Soweit die Inhalte in diesem Newsletter nicht vom Barkow Consulting erstellt wurden, werden die Urheberrechte Dritter beachtet, insbesondere werden die Inhalte Dritter als solche gekennzeichnet. Sollten Sie auf eine Urheberrechtsverletzung aufmerksam werden, bittet Barkow Consulting unter [Legal@BarkowConsulting.com](mailto:Legal@BarkowConsulting.com) um entsprechenden Hinweis, so dass dieser überprüft und der Inhalt entfernt werden kann.

### Haftungsausschluss

Alle Angaben im Newsletter erfolgen ausschließlich zu allgemeinen und grundsätzlichen Informations- und Weiterbildungszwecken. Sie stellen keine rechtliche, steuerrechtliche oder finanzielle Beratung dar. Insbesondere ist in den Inhalten kein Angebot, keine Empfehlung und keine Aufforderung zum Treffen von Anlage- oder Finanzierungsentscheidungen jedweder Art, wie z.B. zum Tätigen von Geschäften in Finanzinstrumente, z.B. Aktien, Renten, Investmentfonds, Zertifikate, zum Abschluss von Verträgen über Finanzdienstleistungen, z.B. Vermögensverwaltung, oder zum Abschluss sonstiger Verträge zu sehen. Die Inhalte dieses Newsletters ersetzen keine geeignete Finanzierungsberatung. Vergangene Entwicklungen sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Trends. Aussagen über zukünftige Entwicklungen unterliegen einem Höchstmaß an Unsicherheit. Für Entscheidungen, die auf Basis der in diesem Newsletter bereitgestellten Inhalte getroffen werden, ist allein der Anwender verantwortlich. Barkow Consulting empfiehlt bei Fragen zu Rechts-, Steuer-, und Finanzangelegenheiten entsprechend spezialisierte und qualifizierte Berater konkret zu konsultieren.

Inhalte Dritter, wie Daten, Graphiken, Texte, Interviews, Kommentare und Zitate spiegeln deren Meinung wider und entsprechen nicht zwingend der Meinung von Barkow Consulting. Aktualität, Fehlerfreiheit, Genauigkeit, Richtigkeit, Qualität, Wahrheitsgehalt und Vollständigkeit der Ansichten Dritter werden seitens Barkow Consulting nicht zugesichert. Für in diesem Newsletter genannte Inhalte Dritter, einschließlich zugehöriger Angaben wie Quellen, Links und Internetpräsenzen ist mangels Einflusses auf diese nicht Barkow Consulting, sondern der jeweilige Anbieter inhaltlich verantwortlich.

Barkow Consulting ist darum besorgt, dass die im Newsletter bereitgestellten Inhalte, wie Analysen, Bilder, Daten, Graphiken, Texte, Ton- und Videosequenzen, Übersichten, Meinungen, Kommentare, Zitate, Zeichnungen, Layouts und sonstigen Elemente zutreffend sind. Daher werden diese Inhalte nach bestem Wissen und mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt und überprüft. Dennoch können sich diese inzwischen verändert haben, unvollständig oder gar falsch sein, weshalb Barkow Consulting keine Garantie oder Haftung für die Aktualität, Fehlerfreiheit, Genauigkeit, Richtigkeit, Qualität und Vollständigkeit dieser bereitgestellten Inhalte übernimmt. Jegliche Gewährleistung, ob ausdrücklich oder stillschweigend, für die erwähnten Inhalte wird ausgeschlossen, insbesondere die Gewährleistung in Bezug auf die Nichtverletzung von Rechten Dritter, Eigentum, Marktgängigkeit, Eignung für einen bestimmten Zweck sowie Freiheit von Computerviren bei der Versendung des Newsletters. Daher übernimmt Barkow Consulting keinerlei Haftung oder Verantwortung gleich aus welchem Grund für direkte, indirekte und mittelbare Schäden oder Folgeschäden materieller oder ideeller Natur, die aufgrund der von Barkow Consulting in diesem Newsletter zur Verfügung gestellten Inhalte oder deren Nichtnutzung entstehen, wie z.B. Anlageentscheidungen die im Vertrauen auf Angaben in diesen Newsletter erfolgen, können unabhängig davon, ob diese Informationen richtig, falsch, ungenau, unvollständig sind oder die durch die elektronische Übertragung durch Computerviren entstehen können, sofern seitens Barkow Consulting kein nachweislich vorsätzliches oder grob fahrlässiges Verschulden vorliegt.

### Verbreitung und Verfügbarkeit des Newsletters

Der Newsletter wird von Barkow Consulting zu unregelmäßigen Zeitpunkten zur Verfügung gestellt. Barkow Consulting widmet der Verbreitung dieses Newsletters größte Sorgfalt. Trotz dieser Sorgfalt ist es möglich, dass bei der Verbreitung Störungen, Unvollkommenheiten oder anderweitige Probleme auftreten. Barkow Consulting übernimmt keine Haftung, abgesehen einer Haftung für Fälle grober Fahrlässigkeit oder Vorsatz, für aus oder im Zusammenhang mit

1. Störungen, Unterbrechungen, Verzögerungen, Viren oder Fehlern bei der Verbreitung dieses Newsletters, 2. der Verfügbarkeit dieses Newsletters, 3. der Nutzung dieses Newsletters, 4. der Unmöglichkeit, diesen Newsletter aufrufen zu können, entstehende mittelbare oder unmittelbare Schäden.

### Datenschutzerklärung

Barkow Consulting erhebt personenbezogene Daten, wie elektronische Anschrift und/oder Name, Vorname und Unternehmen lediglich zum Zwecke der Verbreitung dieses Newsletters. Diesen Newsletter erhalten Sie, weil sie ihn elektronisch unter [www.BarkowConsulting.com](http://www.BarkowConsulting.com) abonniert haben, wobei Sie dieses Abonnement unter der genannten Adresse jederzeit abmelden können. Die erhobenen personenbezogenen Daten werden nicht an Dritte weitergeben. Fragen zum Datenschutz können an [Datenschutz@BarkowConsulting.com](mailto:Datenschutz@BarkowConsulting.com) gerichtet werden.

### Veränderungen des Haftungsausschlusses

Barkow Consulting behält sich das Recht vor ohne gesonderte Ankündigung für die Zukunft, Änderungen, Ergänzungen oder Löschungen an den bereitgestellten Inhalten und am Newsletter und Teilen desselben vorzunehmen, den Newsletter kostenpflichtig anzubieten oder ganz einzustellen und/oder den zugehörigen Registrierungsprozess zu ändern.

### Gerichtsstand und Abschlussklauseln

Streitigkeiten in Zusammenhang mit der Nutzung der in diesem Newsletter enthaltenen Inhalte unterliegen der ausschließlichen Gerichtsbarkeit der Gerichte in Düsseldorf sowie den Gesetzen der Bundesrepublik Deutschland. Sollte eine oder mehrere der vorgenannten Regelungen unwirksam sein oder werden, so soll dies die Gültigkeit der übrigen Regelungen nicht berühren. Barkow Consulting behält sich vor, die vorgenannten Nutzungsregelungen zum Newsletter jederzeit mit Wirkung für die Zukunft ändern zu können.

Fassung vom 06.09.2013

### Barkow Consulting GmbH

Rethelstrasse 38

40237 Düsseldorf | Deutschland

Telefon: +49 211 17 17 256

E-Mail: [Info@BarkowConsulting.com](mailto:Info@BarkowConsulting.com)

Internet: [www.BarkowConsulting.com](http://www.BarkowConsulting.com)

Registergericht: Amtsgericht Düsseldorf

Registernummer: HRB 70647

Umsatzsteuer-Identifikationsnummer: DE290776709

Inhaltlich Verantwortlicher i.S.d. § 55 Abs. 2 RStV: Peter Barkow

Geschäftsführer: Peter Barkow