



Deutsches Kreditgeschäft etwas weniger dynamisch als die Konjunktur in Q1 2017

29. Juni 2017

Autoren

Jan Schildbach
+49 69 910-31717
jan.schildbach@db.com

Jochen Möbert
+49 69 910-31727
jochen.moebert@db.com

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Unternehmensfinanzierung

Robuste Kreditvergabe, aber mit Schönheitsfehlern. Im ersten Quartal verzeichnete das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland mit einem Plus von EUR 15,6 Mrd. (1,3%) den besten Wert in einem Vierteljahr seit der Finanzkrise. Allerdings blieb die Dynamik im Verarbeitenden Gewerbe verhalten. Das Geschäft mit Wohnungsunternehmen legte eine kleine Verschnaufpause ein, dafür schnitten die meisten anderen Dienstleistungsbranchen gut ab. Kredite an Bau und Handel liefen sogar hervorragend. Sowohl die Verbände als auch die Auslandsbanken konnten davon profitieren, während Landesbanken und inländische Kreditbanken der Konkurrenz hinterherhinkten. Das Zinsniveau stabilisierte sich weiter, allerdings beklagten die Banken negative Effekte des Wertpapierkaufprogramms und des negativen Einlagenzins der EZB. Das Einlagenvolumen der Unternehmen wuchs trotzdem weiter.

Commercial Paper und Leasing stark; Anleihegeschäft legt nach Rekord Verschnaufpause ein. Commercial Paper verbuchten von Januar bis März das beste Ergebnis seit 2011 (EUR +4,9 Mrd.) und die neu abgeschlossenen Leasingverträge in Höhe von EUR 12,6 Mrd. bedeuteten sogar einen neuen Q1-Rekord. Dagegen lief es bei Anleiheemissionen mit nur EUR 2,2 Mrd. nach dem Boom 2016 (vorerst) nicht mehr rund. Verschiedene Aktienemissionen summierten sich auf EUR 10,8 Mrd., dabei dominierte eine einzelne Transaktion aus der Finanzbranche.

Konjunktur

Die deutsche Wirtschaft dürfte auch im zweiten Quartal ihr kräftiges Wachstumstempo beibehalten haben. Insbesondere der Konsum entwickelt sich dank zuletzt wieder sinkender Ölpreise und weiter kräftig steigender Beschäftigung günstiger als erwartet. Wir haben unsere BIP-Prognose für das Gesamtjahr auf 1,6% (1,3%) angehoben, was einer kalenderbereinigten Rate von 2% entspricht. Die sehr gute Konjunkturlage schlägt sich auch in den Vorlaufindikatoren nieder. So lag der PMI im zweiten Quartal auf hohem Niveau und der ifo Index auf einem Allzeithoch. Mit dem Siegeszug des französischen Präsidenten Macron sind die politischen Unsicherheiten in der Eurozone zumindest temporär in den Hintergrund gedrängt worden. Dieses wachstumsfreundlichere Umfeld dürfte den Investitionsattentismus des Vorjahres zunehmend auflösen.

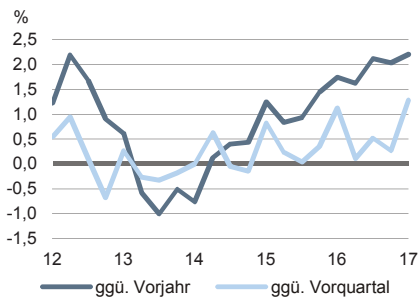
Auch in 2018 dürfte das deutsche BIP mit 1,7% bereits das fünfte Jahr in Folge über der Potentialrate von etwa 1 ¼% wachsen. Der enge Arbeitsmarkt könnte bei den Anfang 2018 anstehenden Tarifverhandlungen (Metall, Öffentlicher Sektor und Bau) zu steigenden Lohnabschlüssen von teilweise deutlich über 3% führen. Vor dem Hintergrund zusätzlicher fiskalischer Impulse nach der Bundestagswahl und einer weiterhin extrem lockeren Geldpolitik steigt das Überhitzungsrisiko zumindest in Teilbereichen der deutschen Volkswirtschaft zusehends an.



Deutsches Kreditgeschäft etwas weniger dynamisch als die Konjunktur in Q1 2017

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Die Kreditvergabe an deutsche Unternehmen und Selbstständige hat sich im ersten Quartal 2017 gut entwickelt. Das ausstehende Volumen kletterte gegenüber Dezember um EUR 15,6 Mrd. (+1,3% – jeweils der beste Wert seit 2007), so dass sich das Plus gegenüber dem Vorjahr auf 2,2% erhöhte. Der Anstieg war relativ breit gestreut über verschiedene Branchen, allerdings mit Schönheitsfehlern in einigen Kernbereichen der deutschen Volkswirtschaft, wo die Dynamik nachließ (zu den Details des Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Im **Euroraum** insgesamt wuchs das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen sowohl im Quartals- als auch im Jahresvergleich um 0,7%. Hier scheint sich die ganz leichte Belebung der letzten Monate zu verfestigen.

Unter den verschiedenen **Sektoren** in Deutschland erholte sich das Verarbeitende Gewerbe zwar etwas von den Rückschlägen der letzten Quartale (EUR +4,3 Mrd.). Angesichts des starken Auftakts 2016 ging die 12-Monats-Wachstumsrate aber auf -2,9% zurück. Das Expansionstempo im Dienstleistungssektor blieb nach einem Anstieg in Q1 um – bereinigt – EUR 6,8 Mrd. praktisch unverändert bei 4% ggü. Vj. Gleiches gilt für das Kreditgeschäft mit Selbstständigen (1,6%).

Bei den einzelnen Branchen war vor allem das starke Wachstum im Handel auffällig (EUR 3,3 Mrd.). Hier hat sich der seit etwa drei Jahren etablierte Aufwärtstrend weiter beschleunigt. Beim Bau war die um eine statistische Umklassifizierung bereinigte Zunahme in Höhe von EUR 2 Mrd. zum Teil saisonal bedingt. Insgesamt war jedoch das Plus in diesen beiden Wirtschaftszweigen das höchste in einem Vierteljahr seit fünfzehn Jahren bzw. sogar seit der Finanzkrise. Abgesehen davon musste unter den sonstigen Branchen Verkehr den achten Quartalsrückgang in Folge hinnehmen (EUR -1,1 Mrd.). Innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes ging ein Teil der leichten Erholung auf Maschinenbau/Auto zurück (EUR +1,3 Mrd.), die allerdings seit dem letzten Frühjahr auch einen heftigen Einbruch erlebt hatten. Metall (EUR 0,5 Mrd.), Chemie (EUR 0,6 Mrd.) und Elektrotechnik (EUR 0,4 Mrd.) verbuchten allesamt solide, aber keine übermäßigen Zuwächse. Damit liegt die Kreditvergabe an Maschinenbau/Auto jedoch bedenkliche 8,4% unter dem Niveau vor einem Jahr, bei der Metallindustrie sind es immer noch -2,5% und bei der Elektrotechnik -3%.

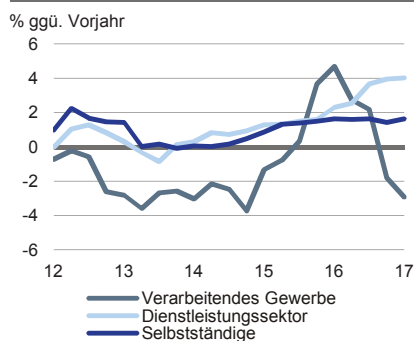
Bei den Dienstleistungsbranchen gab es in Q1 neben Licht auch etwas Schatten. Das Geschäft mit Wohnungsunternehmen, das zuletzt kräftig zugelegt hatte, legte eine kleine Verschnaufpause ein, mit einem Rückgang des Quartalsanstiegs auf lediglich EUR 1,5 Mrd. Auf der anderen Seite expandierte ausgerechnet das als weniger stabil geltende Kreditvolumen mit Beteiligungsgesellschaften erneut, um satte EUR 2,4 Mrd. Wichtige Branchen wie Telekom/Beratung/Werbung, Tourismus und Gesundheit verzeichneten moderate Anstiege.

Hinsichtlich der **Kreditfristigkeiten** setzte sich die Marktspreizung zwischen kurzfristigen Ausleihungen und solchen mit einer Laufzeit von über fünf Jahren fort. Bei Ersteren beträgt das Minus ggü. Vj. mittlerweile 4,8%; Letztere wiederum erreichten mit +3,5% den höchsten Stand seit 2001. Damit bleibt dieser positive Strukturwandel hin zu einer längerfristigen Finanzierung der deutschen Unternehmen unter Ausnutzung des historisch günstigen Zinsniveaus intakt.

Mit Blick auf die verschiedenen **Bankengruppen** verlief das erste Quartal des Jahres wenig spektakulär. Genossenschaftsbanken (+2,1% ggü. Q4) und Sparkassen (1,4%) machten ihren leichten Durchhänger vom Vorquartal mehr als wett und liegen weiter an der Spitze des Wachstumsrankings. Bei den privaten Kreditbanken verzeichneten die inländischen Institute zwar das saisonübliche Plus (1,4%), sind aber auf Jahressicht mit einer Wachstumsrate von nur noch 1,7% hinter die Konkurrenz zurückgefallen. Mithalten können jedoch die aus-

... nach Branche

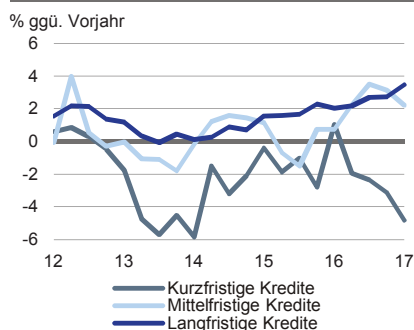
2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Fristigkeit*

3

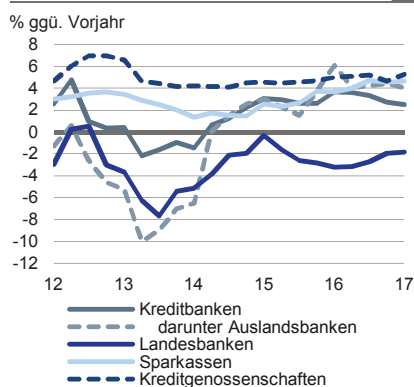


* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

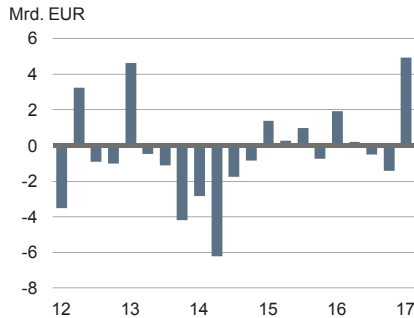
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



Deutsches Kreditgeschäft etwas weniger dynamisch als die Konjunktur in Q1 2017

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

ländischen Kreditbanken, die im ebenfalls typischerweise starken Q1 um ganze 2,9% expandierten. Ihr Kreditbuch hat nun mit EUR 106 Mrd. eine zuletzt 2011 gesehene Größe erreicht. Bei den Landesbanken verharrte das Kreditgeschäft im Wesentlichen auf dem Vorquartalsstand, so dass sich immerhin das Schrumpfungstempo auf Jahressicht abermals verlangsamte. Ganz ähnlich sieht die Lage bei den staatlichen Förderbanken (einschl. DZ Bank) aus.

Die Zuwächse der Sparkassen und Kreditgenossenschaften kamen vor allem aus dem Dienstleistungssektor, dem Bau und dem Handel. Die Auslandsbanken machten einen Teil ihrer Verluste in den letzten Quartalen im Geschäft mit der Industrie wett und gewannen weitere Marktanteile bei der Kreditvergabe an den Handel. Die inländischen Kreditbanken konnten ebenfalls verlorenen Boden im Verarbeitenden Gewerbe gutmachen und bei Bau und Handel zulegen, schnitten aber bei Dienstleistern schwach ab. Bei den Landesbanken überwog ein erneuter Einbruch der Kredite an Verkehrsunternehmen Zuwächse in der Industrie und dem Handel.

Andere Finanzierungsquellen

Wie das Kreditgeschäft schnitten auch die alternativen Finanzierungsquellen im ersten Quartal überwiegend gut ab.

Die Emission von **Commercial Paper** durch Nichtbanken erreichte netto EUR 4,9 Mrd. und damit den besten Wert seit 2011.

Unternehmensanleihen verzeichneten im abgelaufenen Vierteljahr ein Emissionsergebnis von netto nur EUR 2,2 Mrd., allerdings hatte es 2016 insgesamt einen neuen Rekord gegeben, so dass die Beruhigung in Q1 wenig überraschend kam. Möglicherweise hatten die Firmen auch die Aufnahme frischen Kapitals am Markt vorgezogen, weil sie von bald wieder steigenden Zinsen ausgingen. Im Eurogebiet insgesamt ließ das Momentum zwischen Januar und März ebenfalls etwas nach, so dass die Emission von Anleihen nur EUR 12,4 Mrd. einbrachte. In den nächsten Monaten ist daher sowohl in Deutschland als auch im Euroraum als Ganzes eine erneute Belebung des Geschäfts wahrscheinlich. Von großer Bedeutung für die längerfristige Marktentwicklung wird aber sein, wie lange die Anleihekäufe der EZB noch andauern und wie die Notenbank den Ausstieg aus ihrer ultralockeren Geldpolitik gestalten wird. Gegenwärtig ist von einem Ende des Wertpapier-Ankaufprogramms nicht vor H2 2018 auszugehen.

Einmal mehr auf ein Allzeithoch für ein erstes Quartal kletterte das **Leasinggeschäft** in Deutschland. Die Neuabschlüsse bei Mobilien betragen mehr als EUR 12,5 Mrd. (+9,5% ggü. Vj.) – getragen insbesondere von einem anhaltenden Boom bei Pkw, Bussen und Lkw, während das Geschäft mit geleasteten Maschinen, Büroelektronik und sonstigen Ausrüstungen deutlich gedämpfter verlief. Das Marktvolumen hat damit allein seit 2013 um fast 40% zugenommen und die vorübergehende Verlangsamung in H2 2016 scheint überwunden zu sein. Auch das Resultat im Immobiliensegment war mit EUR 111 Mio. solide.

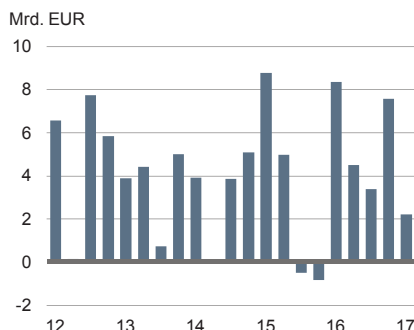
Auf den ersten Blick verlief der Jahresauftakt bei **Aktienemissionen** hervorragend: EUR 10,8 Mrd. bedeuteten tatsächlich den besten Q1-Wert seit der Wiedervereinigung und mehr als in den beiden Gesamtjahren 2015 oder 2016. Allerdings war das überwiegend einer großen Transaktion im Finanzsektor geschuldet, ohne die das Volumen nur bei EUR 2,8 Mrd. gelegen hätte. Dazu wiederum trugen vor allem mehrere Deals aus der Immobilien- und einer aus der Energiebranche bei.

Einlagenvolumen

Q1 ist für gewöhnlich ein schwaches Quartal, was die Einlagen von Unternehmen bei Banken angeht. Insofern war das Wachstum in diesem Jahr mit einem Plus von EUR 4,8 Mrd. bzw. 2,1% ggü. Vj. relativ stark. Dabei hielt die Rotation

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

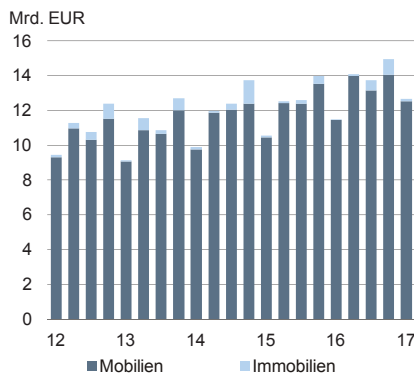
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuavolumen

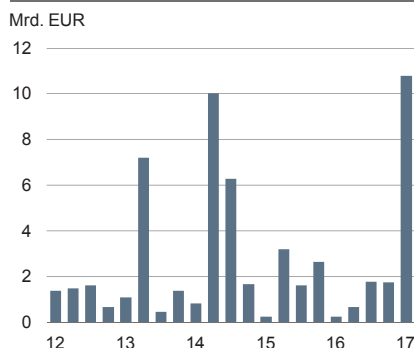
7



Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



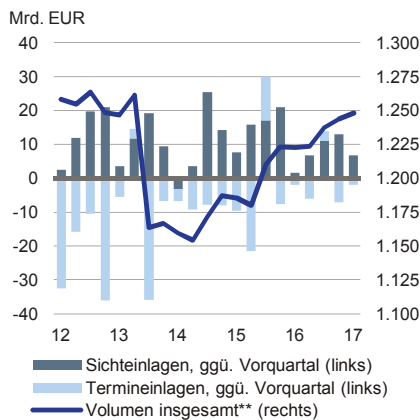
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



Deutsches Kreditgeschäft etwas weniger dynamisch als die Konjunktur in Q1 2017

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
** Enthält Rückgang um EUR 80,9 Mrd. in Q3 13 und Anstieg um EUR 9,4 Mrd. in Q4 14 aufgrund statistischer Umklassifizierungen.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

raus aus Termingeldern, rein in Sichteinlagen unvermindert an, wobei das Minus im ersten Fall mit EUR 1,9 Mrd. gering ausfiel, das Plus im letzteren Fall mit EUR 6,7 Mrd. dagegen recht ordentlich. Angesichts der gegenwärtigen Negativzinsen bleibt die robuste Verfassung des Einlagengeschäfts erstaunlich.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Bei den allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmenskredite in Deutschland gab es im vergangenen Quartal durch die Bank weg eine minimale Lockerung. Die konkreten Konditionen für tatsächlich ausgereichte Kredite wurden allerdings netto von immerhin 13% der Banken gelockert. Das schlug sich u.a. in niedrigeren Margen sowohl für durchschnittliche (19%) als auch riskantere Kredite (13%) und in gesenkten Anforderungen an Covenants (10%) nieder. Dieser Effekt wurde bei Krediten an große Unternehmen im Großen und Ganzen von doppelt so vielen Banken genannt wie bei Krediten an KMU. Grund war im Wesentlichen die verschärfte Wettbewerbssituation. Damit sind die Margen bei durchschnittlichen Krediten seit nun drei Jahren jedes Quartal ggü. Vq. gesunken – ein Novum seit Einführung des BLS vor fast anderthalb Jahrzehnten. Im Euroraum insgesamt fiel die Lockerung der Standards noch geringfügiger aus als in Deutschland. Außerdem sanken hier nur die Margen für durchschnittliche Ausleihungen (15%, der geringste Wert seit 2013), nicht für riskantere Kredite.

Wie schon im Vorquartal stieg die **Kreditnachfrage** in Deutschland in Q1 ggü. Vq. moderat an (berichtet von 13% der Banken), was fast ausschließlich auf ein Plus bei KMU- und langfristigen Krediten zurückzuführen war. Das ist konsistent mit der Entwicklung der Kreditvolumina nach Laufzeiten und mit der insgesamt starken Emissionstätigkeit bei Anleihen, die praktisch nur von größeren Firmen ausgegeben werden können, während kleinere und mittlere Unternehmen weitgehend auf Bankkredite zur Fremdfinanzierung angewiesen sind. In der EWU als Ganzes war die Nachfrageentwicklung sehr ähnlich.

Für das **laufende Quartal** gehen die deutschen Banken von keiner nennenswerten Änderung bei den Kreditstandards und einer erneuten leichten Zunahme der Kreditnachfrage (13%) aus. In Euroland ist der Ausblick fast identisch.

Laut den **Sonderfragen** beurteilen die Banken in Deutschland das Anleihekaufprogramm der EZB unter dem Strich negativ: Zwar seien die Kundeneinlagen gestiegen, was für eine etwas höhere Kreditvergabe an Unternehmen genutzt worden sei; insgesamt habe aber die Zinsmarge gelitten und dies zu einer Verschlechterung der Ertragslage geführt. Auf die Kreditstandards für Unternehmen hätten die Maßnahmen keine Auswirkungen gehabt. Insgesamt sind die aktuellen Kreditrichtlinien nach Einschätzung der Banken straffer als im langfristigen Mittel, liegen aber im Großen und Ganzen im Durchschnitt der Jahre seit 2010. Der negative Einlagenzins der EZB habe zu einem deutlichen Rückgang des Zinsüberschusses sowie einer leichten Reduktion der Kreditzinsen beigetragen.

Zinssätze

Die Stabilisierung des Zinsniveaus, die sich bereits in Q4 abgezeichnet hatte, hat sich im vergangenen Quartal verfestigt. So war die Entwicklung der Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** mit Unternehmen nach Höhe des Kreditvolumens ebenso wie nach den verschiedenen Zinsbindungsfristen uneinheitlich, wobei sich die Veränderungen in den meisten Fällen in engen Grenzen hielten. Damit befinden sich die durchschnittlichen Zinsen in einer Bandbreite zwischen 1,3% für Kredite an Kapitalgesellschaften in Höhe von > EUR 1 Mio. und 2,4% für kleinere Beträge. Bei den **Einlagenzinsen** gilt hinsichtlich der Marktbewegungen im letzten Vierteljahr das Gleiche wie auf der Kreditseite, nur dass hier erstmals auch der Zinssatz auf Sichteinlagen negativ wurde (-1 Bp.).

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)

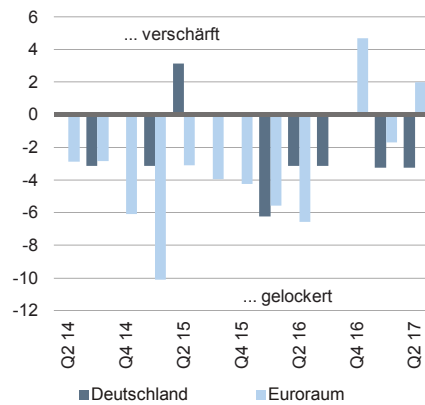
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



Deutsches Kreditgeschäft etwas weniger dynamisch als die Konjunktur in Q1 2017

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

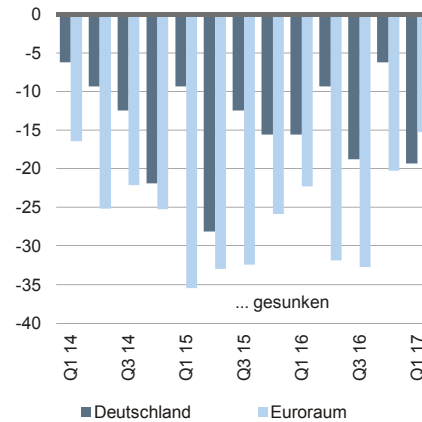


* Q2 17 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

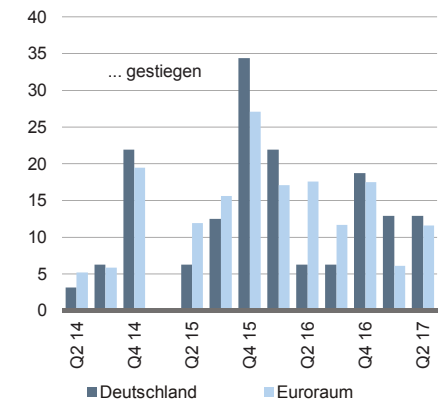
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskreditern*

12

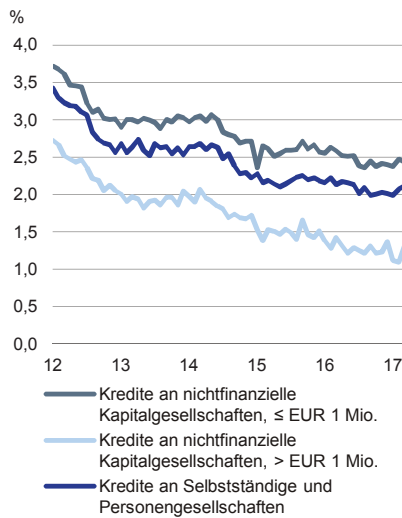


* Q2 17 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

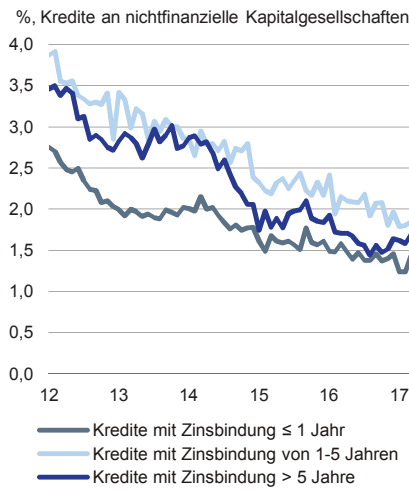
13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



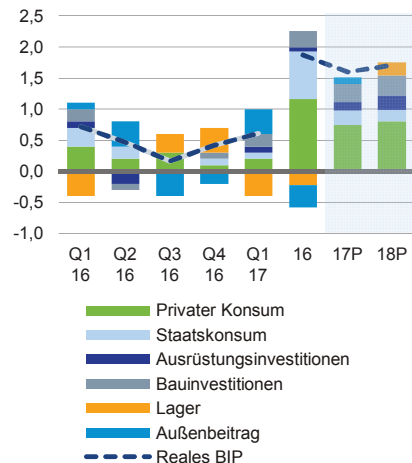
Quelle: EZB



Deutsches Kreditgeschäft etwas weniger dynamisch als die Konjunktur in Q1 2017

Binnenwirtschaft Hauptwachstumstreiber 16

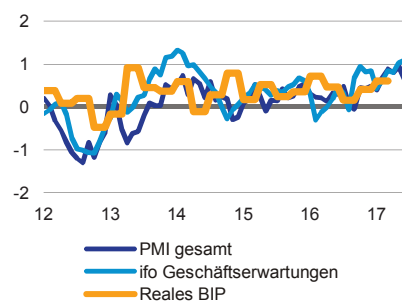
Wachstumsbeiträge zum realen BIP-Wachstum, gg. Vq., %-Punkte



Deutsche Bank Research
Quellen: Statistisches Bundesamt,

BIP Wachstum & Frühindikatoren 17

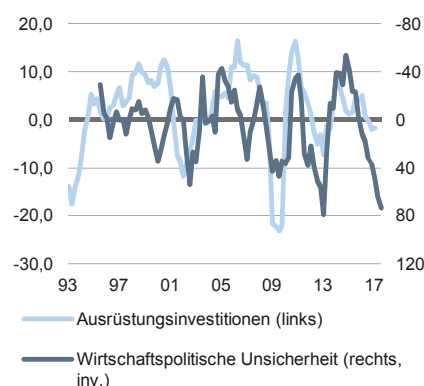
standardisierte Werte



Quellen: Markit, ifo, Statistisches Bundesamt,
Deutsche Bank Research

Unsicherheit dämpft Investitionen 18

Veränd. gg. Vj., Indexp., 4Q-Schnitt, 3Q vorge-schoben (links); % gg. Vj. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Haver

2017 BIP-Prognose +1,6% erneut über Potential, Überhitzungsrisiken steigen in 2018

- Die deutsche Wirtschaft dürfte auch im zweiten Quartal ihr kräftiges Wachstumstempo beibehalten haben. Insbesondere der Konsum entwickelt sich Dank zuletzt wieder sinkender Ölpreise und weiter kräftig steigender Beschäftigung günstiger als erwartet. Wir haben unsere BIP-Prognose für das Gesamtjahr auf 1,6% (1,3%) angehoben, was einer kalenderbereinigten Rate von 2% entspricht.
- Die sehr gute Konjunkturlage schlägt sich auch in den Vorlaufindikatoren nieder. So lag der PMI im zweiten Quartal auf hohem Niveau und der ifo Index auf einem Allzeithoch. Mit dem Siegeszug von Macrons Partei „La République en Marche“ bei der Wahl zur französischen Nationalversammlung sind die politischen Unsicherheiten in der Eurozone zumindest temporär in den Hintergrund gedrängt worden. Dieses wachstumsfreundlichere Umfeld dürfte den Investitionsattentismus des Vorjahres zunehmend auflösen.
- Auch in 2018 dürfte das deutsche BIP mit 1,7% bereits das fünfte Jahr in Folge über der Potentialrate von etwa 1 ¼% wachsen. Die Überauslastung (positive Outputlücke) dürfte dann auf über 2pp steigen. Der enge Arbeitsmarkt könnte bei den Anfang 2018 anstehenden Tarifverhandlungen (Metall, Öffentlicher Sektor und Bau) zu steigenden Lohnabschlüssen von teilweise deutlich über 3% führen, zumal die langen Laufzeiten der auslaufenden Verträge eine „Nachschlagdebatte“ befeuern könnten. Vor dem Hintergrund zusätzlicher fiskalischer Impulse nach der Bundestagswahl und einer weiterhin extrem lockeren Geldpolitik steigt das Überhitzungsrisiko zumindest in Teilbereichen der deutschen Volkswirtschaft zusehends an. Jedoch dürfte die Inflationsrate in den kommenden beiden Jahren noch unter 2% liegen, nicht zuletzt, weil wir keine Abwertung des EUR gegenüber dem USD mehr erwarten.

2017 Wachstumsmotiv des privaten Konsums dürfte anziehen

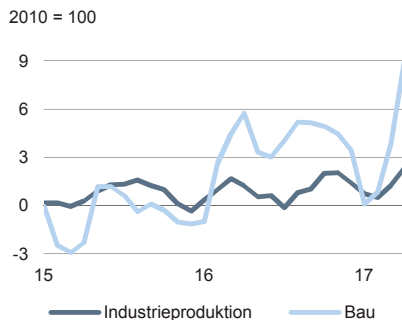
Im ersten Quartal legte der private Konsum das 13. Quartal in Folge zu (+0,3% gg. Vorquartal und +1,6% gg. Vorjahr), der längste ununterbrochene Anstieg seit der Wiedervereinigung. Das Beschäftigtenwachstum blieb hoch und liegt im bisherigen Verlauf von 2017 bei 1,5% (die zunächst gemeldete deutliche Wachstumsverlangsamung beruhte auf einem Erhebungsfehler der Arbeitsagentur). Gleichzeitig gewinnt das bisher träge nominale Lohnwachstum etwas an Fahrt. So wuchsen die Löhne in Jan./April mit rund 2,4% gegenüber Vorjahr (Bundesbank) und mehr als 3,3% (Statistisches Bundesamt) zumindest etwas kräftiger als in den letzten beiden Jahren. Zwar sind aufgrund anziehender Ölpreise die realen Lohnzuwächse vorübergehend unter Druck geraten, die jüngst wieder fallenden Ölpreise dürften dem privaten Konsum aber wieder neue Impulse geben. Angesichts des hohen Angebots auf dem Weltmarkt und erneuter Ausweitungen der Fördermengen in den USA, dürften die Ölpreise auf absehbare Zeit unter Druck bleiben. Dank Euroaufwertung im zweiten Quartal ist der Ölpreis sogar wieder leicht unter Vorjahr.¹ Die gute Konjunktur in der Eurozone, wir erwarten für das Jahr 2017 ein BIP-Wachstum von 1,8%, dürfte den Euro eher auf- als abwerten lassen (offizielle DB-Prognose jetzt Ende-2017: 1,16). Höhere Löhne, sinkende Ölpreise und ein festerer Euro dürften folglich die

¹ Der hohe Angebotsdruck schlägt sich auch in unserer offiziellen Rohölpreisprognose nieder. So erwarten wir auch bis zum Ende des Jahrzehntes nur kleine Preissteigerungen und einen Rohölpreis (WTI) von 55 USD/Bbl.



Deutsches Kreditgeschäft etwas weniger dynamisch als die Konjunktur in Q1 2017

Bau- und Industrieproduktion 19



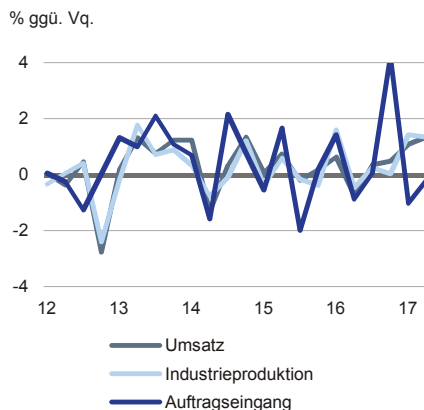
Quelle: Statistisches Bundesamt

Realeinkommen stärken. Für den Rest des Jahres 2017 erwarten wir daher kräftige Erhöhungen des privaten Konsums (2017 Q2-Q4^e ~0,45% gg. Vq. pro Quartal). Das Wachstum der staatlichen Konsumausgaben hat sich nach dem positiven Wachstumsschock im Zuge der Einwanderungswelle wieder normalisiert und wuchs mit nur noch 0,4%. Entsprechend dürfte auch das Wachstum im Jahr 2017 wieder auf 1,2% zurückgehen (2016 +4%).

2017 Investitionstätigkeit erholt sich kräftig

Die Bauinvestitionen stiegen in Q1 mit 2,3% gg. Vq. kräftig. Dies ist eine deutliche Wachstumsbeschleunigung und der dynamischste Anstieg seit 12 Quartalen, wengleich z.T. witterungsbegünstigt. Allerdings gibt es gleich drei Faktoren, die aktuell zu einer erhöhten Prognoseunsicherheit beitragen: Erstens ist der Zusammenhang zwischen Bauinvestitionen und weichen, aber auch harten Vorlaufindikatoren im Bausektor ohnehin schwach. Zweitens hat das Statistische Bundesamt die Stichprobe der befragten Bauunternehmen vergrößert, so dass der Vorperiodenvergleich wenig informativ ist. Zudem ist unklar, inwieweit diese statistische Änderung lediglich einen Niveaueffekt verursacht oder auch die künftig (erfasste) Baudynamik beeinflusst. Drittens erhöht auch die Trendwende im Gewerbebau die Prognoseunsicherheit. Aufgrund des starken Abbaus der Leerstände im Büromarkt dürften dort die Investitionen zum ersten Mal seit vielen Jahren steigen. Entsprechend breit könnten die Bauinvestitionen um unsere Prognose von gut 3% für das Jahr 2017 streuen. Klar ist dagegen, dass die Knappheit im Wohnungsbau eher zu- als abnimmt und auch die bekannten Argumente, nämlich fehlendes Bauland, bestehende Kapazitätsengpässe, Fachkräftemangel, dämpfende regulatorische Eingriffe und politische Fehlanreize weiterhin limitierende Faktoren für die Investitionen sind.

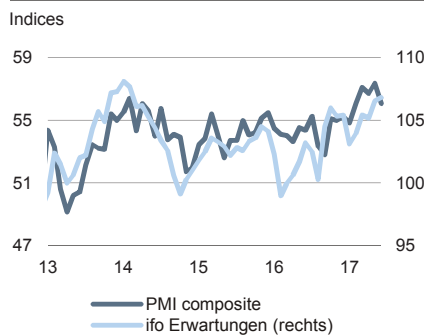
Umsatz, Produktion und Aufträge 20



Quelle: Statistisches Bundesamt

Auch die Ausrüstungsinvestitionen legten im ersten Quartal kräftig um 1,2% zu und machten damit einen Teil des Rückgangs im Jahr 2016 wieder wett. Die Investitionsdelle war wohl auch dem rohölpreisbedingten Nachfragerückgang nach deutschen Produkten im Welthandel geschuldet. Folglich belebten sich mit wieder höheren Rohölpreisen sowohl der Welthandel als auch die globalen Investitionen. Wichtiger dürften aber die Belastung des Investitionsklimas durch die vielen negativen Überraschungen im politischen Kalender des Jahres 2016 gewesen sein (Brexit, US-Präsidentenwahl, italienisches Referendum). Der europäische Wahlkalender war auch im Jahr 2017 mit zahlreichen substantiellen Risiken versehen. Bis jetzt brachten die Wahlen – allen voran der Sieg Macrons bei den französischen Präsidenten- und Parlamentswahlen – aber eher wirtschaftsfreundliche Resultate und die anstehenden Wahlen in Österreich und Deutschland sowie das Referendum in Katalonien dürften das Investitionsklima wohl etwas weniger belasten.

PMI und ifo 21



Quellen: ifo, Markit

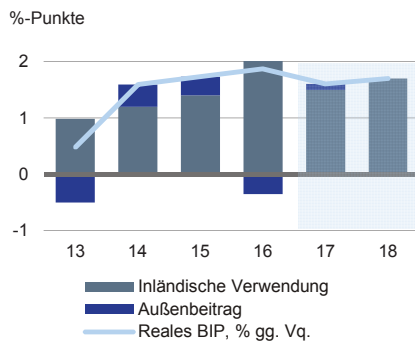
Der verbesserte Risikoausblick dürfte auch zu der sehr guten Entwicklung der Vorlaufindikatoren (ifo, PMI) beigetragen haben. So lag der PMI des Verarbeitenden Gewerbes im zweiten Quartal auf hohem Niveau und der ifo Index für Gesamtdeutschland erreicht sogar ein Allzeithoch. Gleichzeitig besteht aber die Diskrepanz zwischen Umfragewerten (ifo, PMI) und Auftragseingängen und Industrieproduktion, wie in den letzten 12 Monaten, fort. Im zweiten Quartal wuchs die Produktion nur um 1,3% gg. Vq. und der Auftragseingang war sogar leicht negativ. Auch deutet die quasi-Stagnation bei den inländischen Investitionsgüterbestellungen in den letzten 6 Monaten ein eher verhaltenes Wachstum an. Daher erwarten wir für den Rest des Jahres eher moderate Zuwächse von 1,0% pro Quartal (Q2-Q4), aber kein kräftiges Anspringen des Investitionsmotors. Die Jahreswachstumsrate des Jahres 2017 dürfte aufgrund des negativen Wachstumsüberhangs sogar nur knapp über +1% liegen. Dies impliziert gleichzeitig einen hohen Wachstumsüberhang Ende 2017, der in 2018 dann zu einem Investitionsanstieg von über 3% beitragen dürfte.



Deutsches Kreditgeschäft etwas weniger dynamisch als die Konjunktur in Q1 2017

BIP-Wachstum

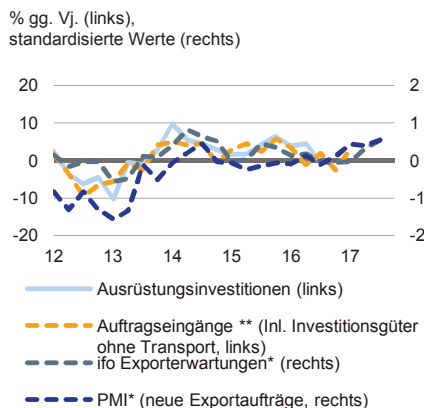
22



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Ausrüstungsinvestitionen und Indikatoren

23



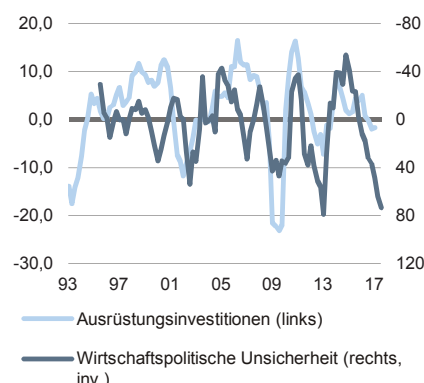
*Vorlauf von * 2Q * *1Q

Quellen: ifo, Markit, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Unsicherheit dämpft Investitionen

24

Veränd. gg. Vj., Indexp., 4Q-Schnitt, 3Q vorge-schoben (links); % gg. Vj. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Haver

Q1 2017 kräftiges BIP-Wachstum dank Nettoexporten

Der reale Welthandel wuchs im ersten Quartal 2017 um fast 4% gegenüber dem Vorjahresquartal. Die teilweise Stagnation im Verlauf des Jahres 2016 dämpfte auch das Wachstum der deutschen Exporte (2016 +2,7% nach 2015 +5,2% und 2014 + 4,1%). Diese Schwächephase – wie beschrieben verursacht durch die Schwankungen des Rohölpreises – ist überwunden, wodurch die deutschen Exporte im ersten Quartal ebenfalls stärker expandierten (+1,3% gg. Vq.). Angesichts des verbesserten globalen Investitionsumfeldes dürften Deutschlands reale Exporte das Wachstumstempo im Laufe des Jahres nahezu fortsetzen. Mit einem Wachstum von rund 1% pro Quartal (Q2-Q4) steigt auch die Jahreswachstumsrate im Jahr 2017 dann wieder auf fast 4%, obwohl gegen Jahresende die jüngste Aufwertung des Euro spürbar werden könnte. Dank der sehr guten Binnenwirtschaft dürfte das reale Importwachstum für das Gesamtjahr ähnlich hoch liegen und die Nettoexporte folglich nur einen marginalen Beitrag zum BIP-Wachstum liefern. Im ersten Quartal war allerdings das Importwachstum schwach (+0,4% gg. Vq.), wodurch die Nettoexporte mit 0,5%-Punkte kräftig zum BIP-Wachstum beitrugen. Das schwache Importwachstum spiegelt wohl die temporäre reale Nachfrageschwäche aufgrund der höheren Rohölpreise im ersten Quartal wider. Zudem lässt sich der starke Anstieg der Nettoexporte im ersten Quartal als Gegenbewegung zu den schwachen Nettoexporten im zweiten Halbjahr 2016 (Q4 -0,2%-Punkte, Q3 -0,4%-Punkte) interpretieren.

2017 BIP-Prognose: +1,6%, erneut über Potential

Der Hauptwachstumstreiber des BIP-Wachstums im ersten Quartal (+0,6% gg. Vq.) waren die Nettoexporte +0,5%-Punkte. Angesichts des sehr guten Arbeitsmarktes und des hohen Niveaus der Vorlaufindikatoren erwarten wir für das 2. Quartal abermals ein BIP-Wachstum von 0,6% gg. Vq. Da der europäische Wahlkalender nur kleinere Risiken für das zweite Halbjahr beinhaltet (Parlamentswahl in Österreich und Deutschland, Referendum in Katalonien), dürfte die Wachstumsdynamik hoch bleiben und das BIP im Jahr 2017 um 1,6% wachsen. Die Berücksichtigung der im Jahr 2017 niedrigeren Anzahl an Arbeitstagen im Vergleich zum Vorjahr hebt die BIP-Prognose – also basierend auf saison- und kalenderbereinigten Daten – auf 2% an. Trotz der hohen Wirtschaftsdynamik bleibt die Inflationsdynamik aber noch verhalten. Aktuell liegt die Gesamtinflation bei 1,6%. Angesichts der eher rückläufigen Ölpreise dürften die Inflationsraten auch bis weit in das Jahr 2018 unter 2% bleiben.

2018 Überhitzungsrisiken der deutschen Volkswirtschaft steigen

Für das Jahr 2018 erwarten wir dann ein BIP-Wachstum von 1,7% (2017 1,6%). In beiden Jahren sollte die Wirtschaft also über Potential (~1,2%) wachsen, wodurch in 2018 die deutsche Outputlücke auf über 2%-Punkte steigen dürfte. Grundlage dieser hohen Wachstumsraten ist ein sehr guter Arbeitsmarkt, der weiterhin ein hohes Beschäftigtenwachstum und Rückgänge bei den Arbeitslosenzahlen verzeichnet. Zusammen mit einem sich verfestigten Fachkräftemangel und der stetig steigenden Zahl offener Stellen erwarten wir im Jahr 2018 ein Anziehen des Lohnwachstums. Im ersten Quartal des Jahres 2018 enden relativ langlaufende Tarifverträge in Kernbranchen der deutschen Wirtschaft: der Metall- und Elektroindustrie, im Bausektor und im öffentlichen Sektor. Da beim Abschluss dieser Verträge Anfang 2016 die wirtschaftlichen Aussichten von den Tarifpartnern eher vorsichtig eingeschätzt wurden, fielen die vereinbarten Lohnzuwächse im Rückblick sehr moderat aus. Eventuelle Nachschlagforderungen und die enge Lage am Arbeitsmarkt könnten daher in 2018 zu kräftigeren Lohnanstiegen von zum Teil über 3% führen. Gleichzeitig dürften die Preise am Häusermarkt weiter steigen, was zum ersten Mal in der jüngeren deutschen Wirt-



Deutsches Kreditgeschäft etwas weniger dynamisch als die Konjunktur in Q1 2017

schaftsgeschichte spürbare Vermögenseffekte für den Konsum auslösen könnte. Daher könnte auch die Sparquote – vom aktuell recht hohen Niveau von 9,8% – leicht zurückgehen und den Konsum weiter ankurbeln.

Auch die Fiskal- und Geldpolitik dürfte für das Jahr 2018 zusätzliche Wachstumsimpulse setzen. Im Wahlkampf diskutieren die Parteien Steuersenkungen und öffentliche Ausgabensteigerungen von mindestens einem ½%-Punkt des BIPs. Angesichts der Engpässe am Arbeitsmarkt und der hohen Auslastungen in einzelnen Industriesektoren könnten diese Entlastungen einen hohen Selbstfinanzierungsgrad haben und damit die hohen Fiskalüberschüsse der letzten Jahre nur geringfügig abschmelzen. Auch die Geldpolitik bleibt aller Voraussicht nach über lange Zeit sehr locker. So erwarten wir bis Ende 2018 keine Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes. Eine im Anschluss etwas striktere Geldpolitik dürfte, selbst wenn dann ein Zinsanhebungszyklus beginnt, noch über Jahre mehrere Prozentpunkte unter einem für die deutsche Volkswirtschaft neutralen Zinsniveau liegen. Folglich besteht das Risiko, dass eine striktere Geldpolitik eine Beschleunigung der Hauspreis- und Lohndynamik nicht verhindern kann. Am Ende des Jahrzehntes halten wir dann sogar ein temporäres Überschießen über das 2%-Inflationsziel für möglich.

Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)

© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

ISSN: 2511-1663