



# Anhaltend schwungvolles Kreditgeschäft, aber konjunkturelle Delle in Deutschland in Q1 2018

25. Juli 2018

## Autoren

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

Marc Schattenberg  
+49 69 910-31875  
marc.schattenberg@db.com

## Editor

Stefan Schneider

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

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Stefan Schneider

## Unternehmensfinanzierung

Kreditvergabe nimmt noch mehr Tempo auf, über alle Branchen und Bankengruppen hinweg. Das Kreditvolumen deutscher Banken im Geschäft mit Unternehmen und Selbstständigen hat im ersten Quartal so stark zugenommen wie seit fast 20 Jahren nicht mehr (+1,8% bzw. EUR +22,9 Mrd.). Im Vorjahresvergleich steht ein Plus von 4,3% zu Buche – der beste Wert seit der Finanzkrise. Der Aufschwung wird von einer sehr breiten Branchenbasis getragen. Davon profitieren alle großen Bankengruppen, wobei in diesem Vierteljahr die Auslandsbanken und die einheimischen Kreditbanken an der Spitze lagen. Besonders kräftig legten die kurzfristigen Kredite zu (+8,8% ggü. Vorjahr), möglicherweise aufgrund einer erhöhten Liquiditätshaltung der Unternehmen angesichts der gedämpften Konjunktur und Sorgen um einen drohenden Handelsstreit. Die Kreditmargen der Banken standen wegen eines verschärften Wettbewerbs einmal mehr unter Druck. Das Zinsniveau verharrte in sehr niedrigem, bei Einlagen negativem Bereich. Das schwächte das Einlagengeschäft, wo das Volumen kaum noch über dem Stand vor 12 Monaten liegt (+0,4%).

Andere Finanzierungsquellen leiden weiterhin unter der starken Kreditnachfrage. Enttäuschend verlief der Jahresauftakt bei der Ausgabe von Unternehmensanleihen, die netto mit EUR -0,8 Mrd. sogar negativ war (und das im normalerweise stärksten Quartal des Jahres). Auch bei Commercial Paper halbierte sich das Emissionsvolumen ggü. dem Vorjahr, und innerhalb eines nur noch leicht wachsenden Leasingmarkts war das Kfz-Geschäft überraschenderweise rückläufig. Lediglich die häufig so dürrigen Aktienemissionen verzeichneten mit einem Volumen von EUR 2,3 Mrd. ein passables Ergebnis.

## Konjunktur

Deutsche Wirtschaft mit verhaltenem Jahresauftakt. Das BIP-Wachstum hat sich in Q1 mit 0,3% ggü. Vq. (Q4 2017: 0,6%) spürbar abgeschwächt. Sinkende Stimmungsindikatoren (ifo, PMI) sowie schwache Industrieproduktion kündigten dies an. Die Wachstumsimpulse kamen ausschließlich aus dem Inland. Die schleppende Industrieproduktion und rückläufige Auftragseingänge zu Beginn der ersten Jahreshälfte könnten das Investitionswachstum in Q2 dämpfen, ebenso wie die fortwährenden Handelsstreitigkeiten, die zudem den Außenbeitrag belasten. Positive Wachstumsimpulse erwarten wir vom Bausektor und von der Konsumnachfrage.

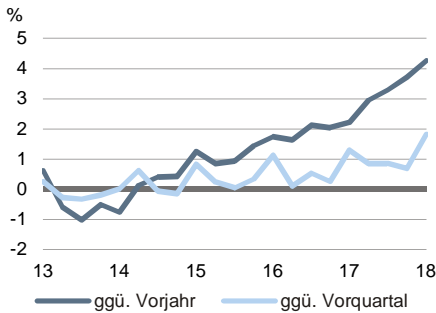
BIP-Prognose für das Jahr 2018 auf 2% gesenkt. Nach der schwachen Entwicklung zu Jahresbeginn rechnen wir in Q2 mit einer wenn auch begrenzten Aufholbewegung des deutschen BIP-Wachstums. Zwar sind einige hemmende Sondereffekte mittlerweile abgeklungen, der anhaltende Handelskonflikt mit seinem unklaren Verlauf beeinträchtigt die konjunkturellen Erwartungen jedoch weiterhin. Der günstige Arbeitsmarkt und die kräftigen, über den Erwartungen liegenden Tarifabschlüsse in Q1 sollten den privaten Konsum weiter stützen. Insgesamt sehen wir unsere jüngste Anpassung der deutschen BIP-Wachstumsprognose auf 2% (zuvor 2,3%) als wohlbegründet an.



## Anhaltend schwungvolles Kreditgeschäft, aber konjunkturelle Delle in Q1 2018

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

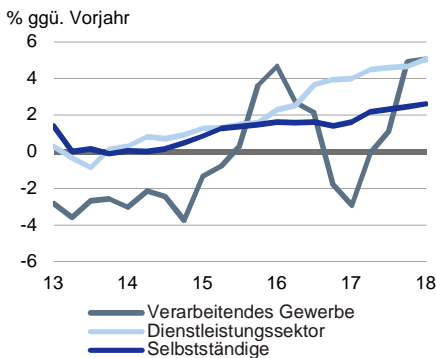
## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat im ersten Quartal 2018 weiter schwungvoll zugelegt. Das ausstehende Kreditvolumen stieg in den (traditionell starken) ersten drei Monaten um EUR 22,9 Mrd. bzw. 1,8% und lag damit um 4,3% höher als vor einem Jahr. Das war der beste Wert seit der Finanzkrise und außerdem bereits das 13. Quartalsplus in Folge (sowie das höchste seit 1999). Zugleich wurde, nominal betrachtet, mit einem Kreditbestand von EUR 1.278 Mrd. der bisherige Rekord aus dem Jahr 2001 überboten, auch wenn das preisbereinigt natürlich noch nicht gilt. Angesichts von Inflation und Wirtschaftswachstum ist die Gesamtverschuldung der Unternehmen – einschließlich Anleihen – relativ zur Wirtschaftsleistung seit 2001 um 5 %-Punkte auf 54,5% des BIP gesunken (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2



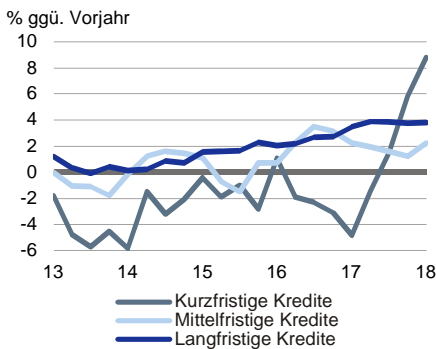
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** als Ganzes dagegen tritt der Kreditmarkt mit nichtfinanziellen Unternehmen unverändert auf der Stelle. Die Banken konnten hier zwar ein Plus von 0,8% gegenüber Vorquartal verbuchen, gegenüber Vorjahr blieb es jedoch bei einem mauen Anstieg von nur 0,3%. Das ist ausgesprochen wenig, in Anbetracht der schon seit fünf Jahren wieder expandierenden europäischen Volkswirtschaft.

Die kräftige Kreditausweitung in Deutschland steht hinsichtlich der verschiedenen **Sektoren** auf einer breiten Basis. Kredite an Dienstleistungsfirmen lagen genauso wie Kredite an das Verarbeitende Gewerbe Ende März 5,1% über dem Vorjahresniveau. Auch bei den Selbstständigen nahm das Wachstumstempo erneut zu (+2,6%).

... nach Fristigkeit\*

3



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

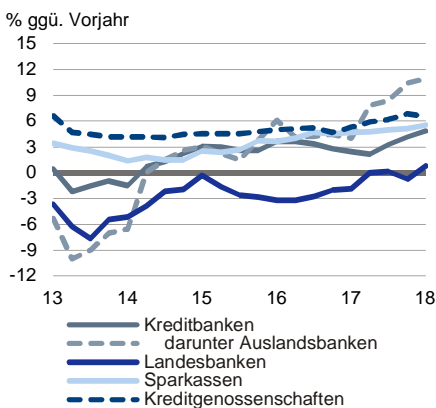
Unter den Industriebranchen stach besonders der dynamische Jahresauftakt bei Maschinenbau/Auto (Kreditvolumen EUR +1,7 Mrd. ggü. Vq.), Metall (EUR +0,8 Mrd.) und Chemie (EUR +0,6 Mrd.) hervor.

Bei den sonstigen Branchen verzeichneten Handel (EUR +4,1 Mrd.), Versorger/Bergbau (EUR +2,6 Mrd.) und Bau (EUR +2,1 Mrd.) allesamt einmal mehr kräftige Zuwächse in Q1, wenn auch teilweise saisonal bedingt. Auf der anderen Seite war der Rückgang beim Verkehr (EUR -0,3 Mrd.) bereits das 12. Quartalsminus hintereinander.

Innerhalb des Dienstleistungssektors setzte sich die dynamische Kreditvergabe an immobiliennahe Branchen fort (Wohnungsunternehmen EUR +2,3 Mrd., Gewerbeimmobilien EUR +2,1 Mrd.). Das auch in der Breite sehr starke Bild wird durch das beträchtliche Plus bei Telekom/Beratung/Werbung, d.h. den unternehmensnahen Dienstleistungen (EUR +2,4 Mrd.), bei Beteiligungsgesellschaften (EUR +1,8 Mrd.), Tourismus/Gastronomie (EUR +0,6 Mrd.) und Gesundheit (EUR +0,5 Mrd.) unterstrichen.

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Mit Blick auf die **Kreditfristigkeiten** gab es in Q1 die größten Veränderungen bei den kurzfristigen Krediten (Laufzeit < 1 Jahr), die mit +8,3% ggü. Vq. den größten Sprung seit der Deutschen Einheit verzeichneten. Allerdings sind die Monate zu Jahresbeginn in diesem Segment traditionell auch die stärksten. Ein Grund für den deutlichen Anstieg könnte eine erhöhte Liquiditätshaltung der Unternehmen sein – u.a. aufgrund der gedämpften Konjunktorentwicklung und zunehmender Sorgen über einen eskalierenden Handelskrieg. Ähnlich kräftig legten die kurzfristigen Kredite zuletzt 2007/08 zu. Aber auch die mittel- und langfristigen Ausleihungen verbuchten zwischen Dezember und März solide Zuwächse. Ohne den ungewohnt heftigen Ausschlag bei den kurzfristigen Krediten hätte das Plus insgesamt bei 3,4% ggü. Vj. gelegen.

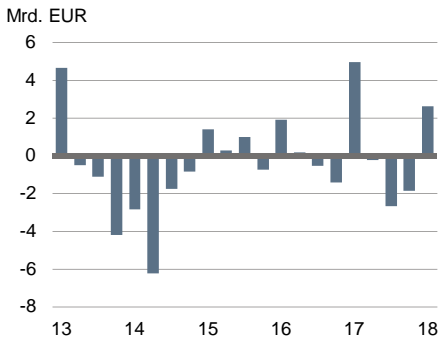
Wie auf der Branchenseite, so profitierten in Q1 praktisch sämtliche **Bankengruppen** von der dynamischen Kreditvergabe. In ihrem üblicherweise stärksten



## Anhaltend schwungvolles Kreditgeschäft, aber konjunkturelle Delle in Q1 2018

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Vierteljahr konnten auch die inländischen Kreditbanken nach zuletzt einigen Enttäuschungen wieder überzeugen (+2,1% ggü. Vq.), während die Auslandsbanken ihren 2016 gestarteten Lauf fortsetzten (+3,4%). Sparkassen und Genossenschaftsbanken behielten ihr stetiges, zügiges Expansionstempo bei (jeweils +1,8%), lagen damit aber kurioserweise erstmals seit 2011 nicht mehr über dem Durchschnitt. Nicht zuletzt angesichts der typischen Abschwächung des Geschäfts der Kreditbanken im zweiten Halbjahr ist das aber vermutlich nur eine Momentaufnahme. Ebenfalls ein gutes Q1-Ergebnis erzielten die Landesbanken (+1,7% – der beste Quartalswert seit der Finanzkrise) und selbst die seit Längerem auf Schrumpfkurs befindlichen staatlichen Förderbanken (einschließlich DZ Bank) (+1,5%).

Am besten schnitt das Kreditgeschäft der Kreditbanken im ersten Quartal in der Industrie (und hier v.a. bei Maschinenbau/Auto), dem Handel und bei den unternehmensnahen Dienstleistungen ab. Die Landesbanken konnten insbesondere in den Bereichen Versorger/Bergbau, Gewerbeimmobilien und Beteiligungsgesellschaften überzeugen. Die Verbände von Sparkassen und Kreditgenossenschaften waren bei Wohnungsunternehmen und in der Baubranche am erfolgreichsten, darüber hinaus erreichten die Sparkassen ein deutliches Plus bei den Versorgern/Bergbau.

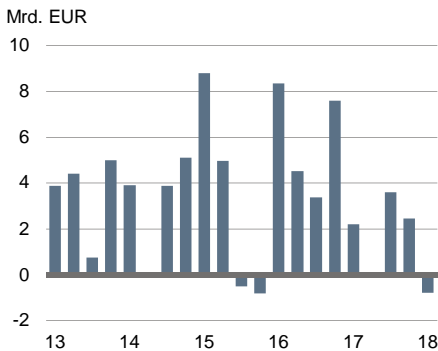
### Andere Finanzierungsquellen

Der schon im letzten Jahr zu beobachtende Substitutionseffekt zwischen dem immer stärkeren Kreditgeschäft und den sich nur mäßig entwickelnden alternativen Finanzierungsformen ist offenbar weiterhin intakt.

In Q1, ihrem üblicherweise besten Vierteljahr, kamen **Commercial Paper** von Nichtbanken auf einen Nettoemissionswert von EUR 2,6 Mrd. Das war zwar solide, aber trotzdem fast die Hälfte unter Vorjahresniveau, und reichte auch nicht aus, um das Minus aus H2 2017 auszugleichen.

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6

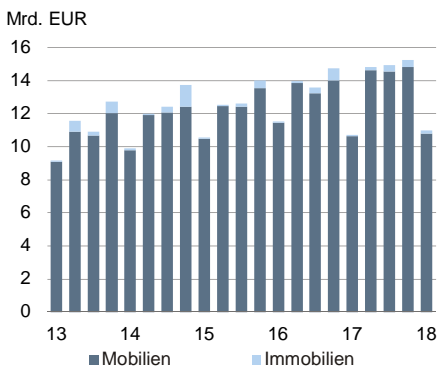


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die **Emission von Anleihen** nichtfinanzieller Unternehmen ist unverändert ein wesentlicher Leidtragender des starken Kreditgeschäfts. Sie lag zwischen Januar und März netto sogar im negativen Bereich, bei EUR -0,8 Mrd. Dabei ist Q1 normalerweise ein günstiger Zeitraum für Anleiheemissionen (Durchschnitt 2009-17: EUR 5,2 Mrd.). Auf der anderen Seite zeigte sich das Anleihegeschäft im Euroraum insgesamt von den Schwierigkeiten im deutschen Markt vollkommen unbeeindruckt: Das Nettoergebnis von EUR 17,7 Mrd. lag fast 30% über dem Vergleichswert des Vorjahres. Allerdings haben möglicherweise manche Unternehmen jetzt noch Schuldverschreibungen an den Markt gebracht, bevor die EZB ihre Wertpapierankäufe im weiteren Jahresverlauf einstellt. Damit dürften einer der wichtigsten Nachfrager der letzten Zeit wegfallen und die Renditen sukzessive steigen.

Leasinggeschäft, Neuvolumen\*

7



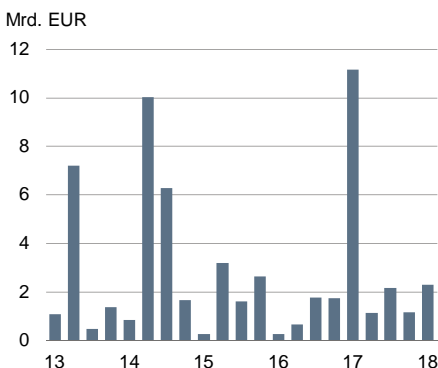
\* statistische Brüche in Q1 2014 und Q1 2017

Quelle: BDL

Auch das **Leasinggeschäft** in Deutschland hat nach der ungebremsen Rekordjagd der letzten Jahre etwas an Schwung verloren. Das Neuvolumen bei Mobilitätransaktionen stieg mit EUR 10,8 Mrd. – bei angepasster Grundgesamtheit ggü. den Vorperioden – nur noch um 1,6% ggü. Vj., v.a. aufgrund eines überraschenderweise leicht rückläufigen Kfz-Segments. Das Maschinen-Leasing blieb dagegen auf stabilem Wachstumskurs. Das erheblich kleinere und volatilere Immobilien-Leasing konnte sein Neugeschäft auf EUR 195 Mio. quasi verdoppeln.

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

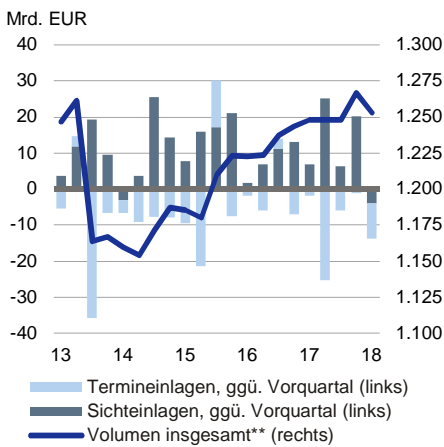
Die **Platzierung neuer Aktien** kam im ersten Quartal auf ein relativ solides Volumen von EUR 2,3 Mrd. und wurde dabei dominiert von Kapitalerhöhungen und einem Börsengang aus dem Immobiliensektor. Zu berücksichtigen ist, dass in diesen Angaben der Verkauf von rechtlich bereits „existierenden“ Anteilen durch Altaktionäre z.B. per Börsengang nicht enthalten ist. Der Wert solcher Transaktionen lag in Q1 noch deutlich höher.



## Anhaltend schwungvolles Kreditgeschäft, aber konjunkturelle Delle in Q1 2018

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

### Einlagenvolumen

Die tendenzielle Schwäche des Einlagengeschäfts mit Unternehmen und Selbstständigen hält unvermindert an. Von Dezember bis März sanken die Sichteinlagen zum ersten Mal seit vier Jahren und erst zum zweiten Mal seit 2010 (EUR -4,1 Mrd.). Aufgrund der weiter rückläufigen Bestände an Termingeldern (EUR -9,8 Mrd.) liegt das Einlagenvolumen kaum noch über dem Vorjahresniveau (+0,4%). Die Negativzinsen führen also mittlerweile mit einiger Verzögerung doch zu immer klareren Bremsspuren auf der Refinanzierungsseite der Banken. Interessanterweise kann davon bei Einlagen der Privatkunden keine Rede sein (wobei das Zinsniveau dort noch leicht im positiven Bereich liegt).

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die allgemeinen **Kreditstandards** der deutschen Banken für Unternehmen blieben auch in Q1 nahezu stabil. Geringfügig wirkte sich lediglich eine stärkere Konkurrenz durch andere Banken und Nichtbanken aus. Die konkreten Konditionen für tatsächlich neu vergebene Kredite wurden jedoch von immerhin 19% der befragten Institute gelockert, ebenfalls v.a. aufgrund der verschärften Wettbewerbssituation, aber auch etwas geringerer Refinanzierungskosten. Das schlug sich in niedrigeren Margen für durchschnittliche (25%) ebenso wie für risikantere (13%) Ausleihungen nieder, und in reduzierten Fristigkeits-Anforderungen (13%). Diese Effekte waren einmal mehr deutlich ausgeprägter bei großen Unternehmen als bei kleineren. Im Eurogebiet insgesamt wurden die Kreditstandards durch die Bank weg etwas mehr gelockert als in Deutschland, dafür sah das Bild bei den Kreditkonditionen ganz ähnlich aus.

Die **Kreditnachfrage** in Deutschland hat sich im Quartalsvergleich erneut leicht erhöht (berichtet von 9% der Banken), was mit der starken Volumenentwicklung konsistent ist. Allerdings wurde der Anstieg dieses Mal nur von KMU getragen, während die Nachfrage großer Unternehmen stagnierte. Der wachsende Investitionsbedarf der Firmen war der wichtigste Nachfrage-Treiber, die Möglichkeit zur Innenfinanzierung und die Konkurrenz durch andere Banken der größte dämpfende Faktor. In der EWU als Ganzes verteilte sich das Nachfrageplus (15%) gleichmäßig auf kleine und größere Unternehmen.

Für das **zweite Quartal** erwarten die deutschen Banken keine nennenswerte Änderung der Kreditstandards – aber überraschenderweise erstmals seit über drei Jahren auch keine nennenswerte Zunahme der Kreditnachfrage. Dagegen bleiben die Banken aus dem Euroraum mit Blick auf die Nachfrage optimistisch: 22% gehen von einer Steigerung aus.

### Zinssätze

Das Zinsniveau im **Kredit-Neugeschäft** ist auch in Q1 im Wesentlichen unverändert geblieben. In den einzelnen Kreditkategorien war die Entwicklung uneinheitlich. Kleinkredite an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.) wurden wenige Basispunkte teurer, größere Kredite und solche an Selbstständige und Personengesellschaften wenige Basispunkte billiger. Ähnlich sah es bei den unterschiedlichen Zinsbindungsfristen aus: Variabel verzinsten Ausleihungen wurden minimal günstiger als im Vorquartal, solche mit Zinsbindung > 1 Jahr wenige Basispunkte teurer. Längerfristig stehen bei einer Zinswende der EZB steigende Zinssätze im Raum, das dürfte aber wohl noch einige Quartale dauern. Zwar wird für Bundesanleihen, die eng mit den Kreditzinsen korrelieren, bis Ende des Jahres ein deutlicher Renditeanstieg prognostiziert. Jedoch wird ein solcher Renditeanstieg schon länger vorhergesagt, ist aber bis heute nicht eingetreten.

Die Zinsen auf **Sichteinlagen** blieben im ersten Quartal konstant bei -2 Bp., während die Zinsen auf **Termineinlagen** um 3 Bp. auf jetzt -6 Bp. rückläufig waren – hier deutet also bislang wenig auf bald steigende Zinsen hin.

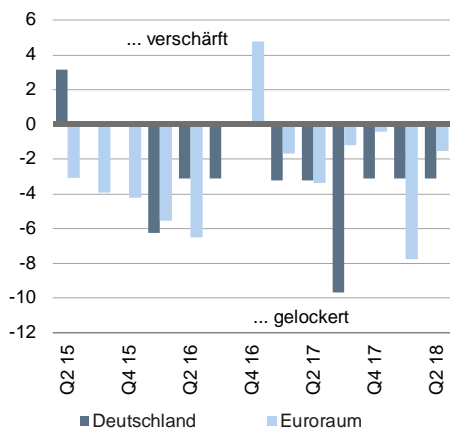
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



## Anhaltend schwungvolles Kreditgeschäft, aber konjunkturelle Delle in Q1 2018

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

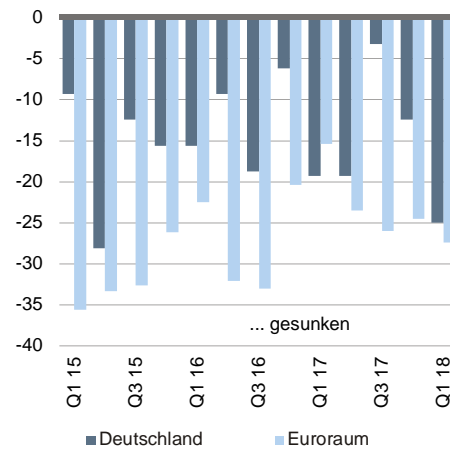


\* Q2 18 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

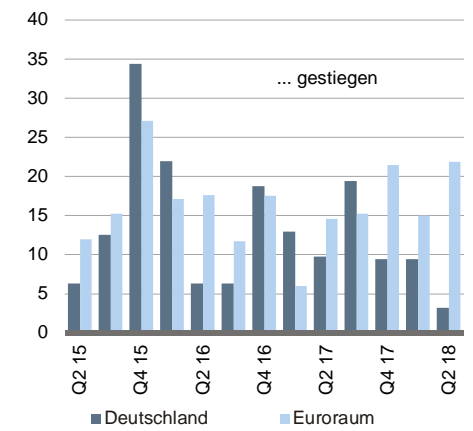
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

12

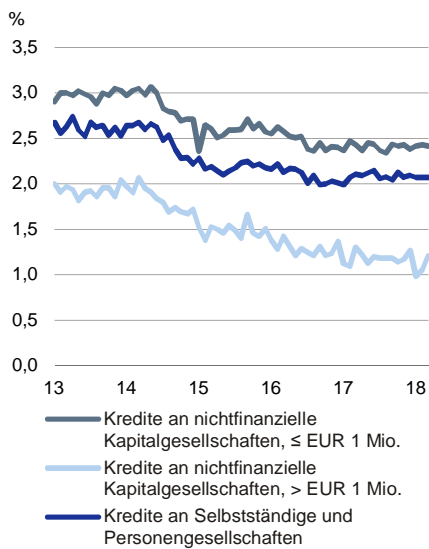


\* Q2 18 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

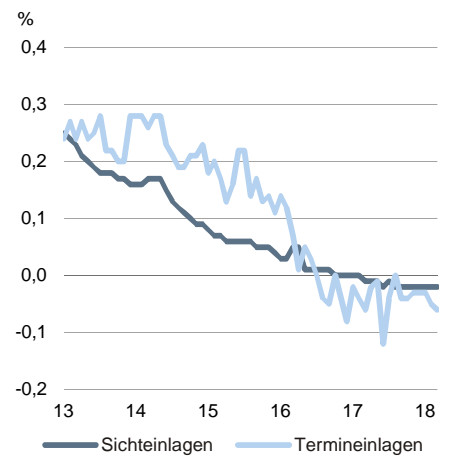
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB

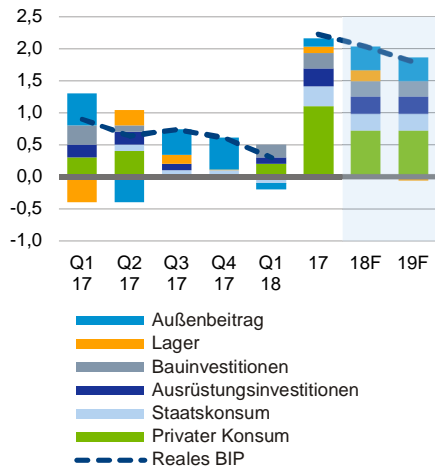


## Anhaltend schwungvolles Kreditgeschäft, aber konjunkturelle Delle in Q1 2018

### Binnenwirtschaft in Q1 der Hauptwachstumstreiber

16

Wachstumsbeiträge zum realen BIP-Wachstum, ggü. Vq., ggü. Vj., %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

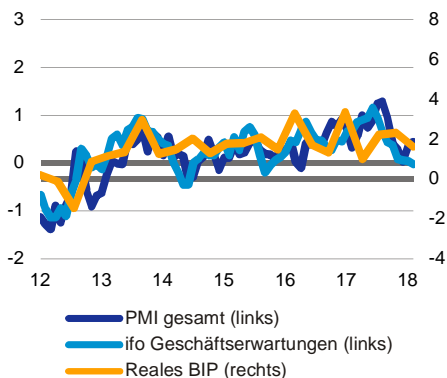
## Langsameres Wachstum Q1 2018 – Kapazitätsengpässe zunehmend spürbar

- Deutschlands BIP-Wachstum hat sich in Q1 2018 auf 0,3% ggü. Vq. abgeschwächt. Die verringerte Dynamik ging einher mit rückläufigen Stimmungsindikatoren und schwachen Produktionsdaten, u.a. verursacht durch größere geopolitische Unsicherheiten und eine ungewöhnlich starke Grippe-welle in Deutschland. Zu Beginn des zweiten Quartals hat sich die Stimmung wieder etwas aufgehellt.
- Positive Wachstumsimpulse kamen in Q1 ausschließlich aus dem Inland. Haupttreiber waren dabei die Bruttoanlageinvestitionen, sie sind in Q1 mit 1,7% ggü. Vq. deutlich angestiegen. Dabei legten Investitionen in Anlagen und Ausrüstungen um 1,2% ggü. Vq. zu. Die Bauinvestitionen stiegen sogar um 2,1% ggü. Vq. an.
- Für Q2 rechnen wir mit einer leichten Beschleunigung des BIP-Wachstums, die weiterhin hauptsächlich von der Binnennachfrage getrieben wird. Der günstige Arbeitsmarkt und die kräftigen, über den Erwartungen liegenden Tarifabschlüsse in Q1 sollten den privaten Konsum weiter stützen. Entscheidend für das BIP-Wachstum in Q2 werden die privaten Investitionsausgaben sein, wo sich nicht zuletzt aufgrund der anhaltenden Handelsstreitigkeiten ein gemischter Ausblick ergibt.

### BIP-Wachstum und Frühindikatoren

17

Deutschland; standardisierte Werte (links); % ggü. Vj. (rechts)



Quellen: IHS Markit, ifo, Statistisches Bundesamt

## BIP-Wachstum in Q1 – positive Impulse aus dem Inland

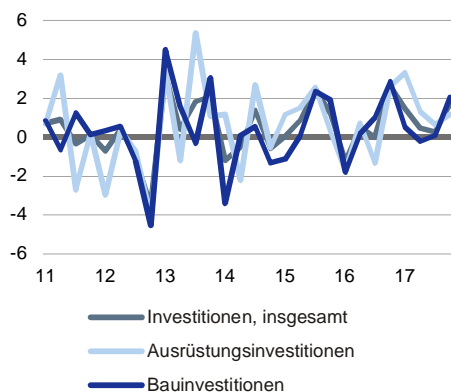
Im Vergleich zum starken Schlussquartal 2017 (+0,6% ggü. Vq.) hat sich das Wachstum der deutschen Volkswirtschaft in Q1 2018 mit 0,3% ggü. Vq. deutlich verlangsamt. Damit bestätigte sich die eingetrübte konjunkturelle Stimmung, die im Frühjahr bereits durch rückläufige ifo- und PMI-Indizes sowie schwache Industrieproduktionsdaten signalisiert wurde.

Positive Wachstumsimpulse kamen in Q1 ausschließlich aus dem Inland. Haupttreiber waren dabei die Investitionen. So leisteten die Ausrüstungsinvestitionen einen Wachstumsbeitrag von 0,1%-Punkten und die Bauinvestitionen lieferten weitere 0,2%-Punkte zum Quartalswachstum des deutschen BIP. Nach einem halben Jahr annähernder Stagnation belebten sich auch die privaten Konsumausgaben wieder und trugen 0,2%-Punkte bei. Der Rückgang des staatlichen Konsums sowie die Entwicklung des Außenhandels reduzierten das Quartalswachstum um jeweils 0,1%-Punkte.

### Investitionen

18

% ggü. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Private Investitionen – die Wachstumsstütze in Q1 2018

Die Entwicklung der privaten Investitionen profitierte in Q1 sowohl von der mit 88% sehr hohen Auslastung der industriellen Kapazitäten, wie auch von einer starken Nachfrage nach Bauleistungen, die sich in einer Auftragsreichweite von zuletzt vier Monaten im Bauhauptgewerbe widerspiegelt. So gewannen die privaten Ausrüstungsinvestitionen in Q1 mit 1,2% ggü. Vq. (Q4 2017: 0,7%) weiter an Schwung. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen bleiben weiterhin günstig. Angesichts guter Erträge ist auch die Innenfinanzierungssituation gut. Demgegenüber drücken jedoch die jüngsten geopolitischen Entwicklungen, insbesondere der sich weiter verschärfende Handelskonflikt mit den USA auf die Stimmung und auf die für Investitionen noch wichtigeren Erwartungen. Die ifo-Geschäftserwartungen fielen seit Jahresbeginn kontinuierlich bis auf den Juli-Wert von 98,2 Punkten (H2 2017: 102,4). Insbesondere die ifo-Exportserwartungen gingen im Juni auf 12,4 Saldenpunkte zurück, ihren Stand vom Dezember 2017.

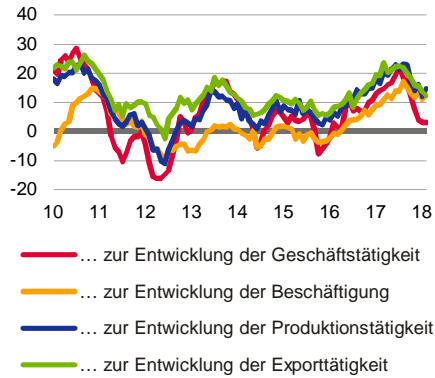


## Anhaltend schwungvolles Kreditgeschäft, aber konjunkturelle Delle in Q1 2018

### Deutlich verhaltene Erwartungen im Verarbeitenden Gewerbe

19

Erwartungen der Unternehmen in DE, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

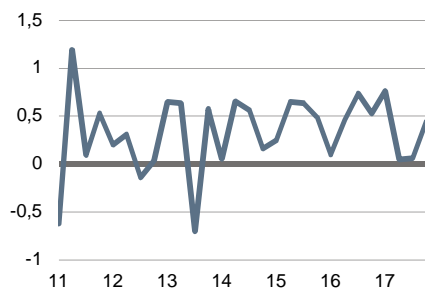
Somit wird das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen trotz hoher Kapazitätsauslastung kein Selbstläufer werden. Aufgrund des Mangels an Fachkräften investieren Unternehmen auch vermehrt in die Weiterbildung ihres Personals – Ausgaben, die nicht in der Investitionsstatistik auftauchen.

Die privaten Bauinvestitionen stiegen mit 2,1% ggü. Vq. (Q4 2017: 0,5%) deutlich an. Das Statistische Bundesamt teilte zudem mit, dass das Wachstum der Bauinvestitionen in Q4 2017 bei 0,1% ggü. Vq. lag und damit um 0,5%-Punkte aufwärts revidiert wurde. Die Stimmung im Baugewerbe ist weiterhin bestens, wie der neueste Rekordwert des ifo-Geschäftsklimas im Bauhauptgewerbe mit 115,4 Punkten im Juli zeigte. Trotz der leichten Korrektur im Juni auf 111,3 Punkte ist die kleine Delle zu Jahresbeginn damit mehr als ausgeglichen. Bei einer Kapazitätsauslastung von knapp 80%, nahe des Allzeithochs, ist der Arbeitskräftemangel im Bauhauptgewerbe, neben Verzögerungen in den Lieferketten, weiterhin ein großes Hemmnis für die Fertigstellung von Bauprojekten. Auf der anderen Seite stimmt der anhaltende Nachfrageüberhang die Unternehmen im Hoch- und Tiefbau optimistisch, in den kommenden Monaten weitere Preissteigerungen durchsetzen zu können.

### Belebung des realen privaten Konsums im ersten Quartal

20

Real, % ggü. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

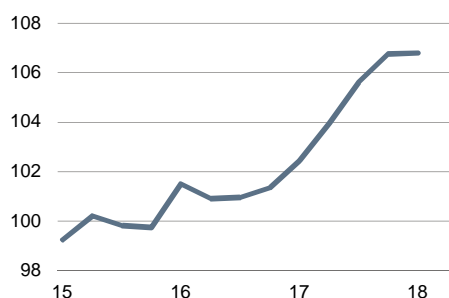
## Private Konsumausgaben – weitere Belebung in Sicht

Nach einem halben Jahr annähernder Stagnation stiegen die realen privaten Konsumausgaben um 0,4% ggü. Vq. Die Normalisierung wurde durch ein kräftig wachsendes Volkseinkommen begünstigt (+4% ggü. Vj.). Dabei wuchsen die Lohneinkommen im Vorjahresvergleich sehr dynamisch (+4,6% ggü. Vj.), aber auch die Unternehmens- und Vermögenseinkommen konnten solide zulegen (+2,9% ggü. Vj.). Auch die nach wie vor sehr gute Arbeitsmarktsituation stützt den privaten Konsum. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg in Q1 um 1,4% ggü. Vj., ein Plus von 609.000 Personen. Die Arbeitslosenquote sank auf 5,4% ggü. Vq. und reduzierte sich im Juni weiter auf 5,2%. Vor diesem Hintergrund kamen die Tarifverhandlungen für die Arbeitnehmer des Öffentlichen Dienstes (2018: +3%), der Metall- und Elektroindustrie (2018: +3,9%) sowie des Bauhauptgewerbes (2018: +4,7%) aus Arbeitnehmersicht zu sehr guten Ergebnissen. Die Abschlüsse wurden hauptsächlich in Q2 wirksam, damit dürften die privaten Konsumausgaben dann weiteren Rückenwind erfahren. Dies gilt auch vor dem Hintergrund der jüngst angestiegenen Ölpreise, in Verbindung mit der Euroschwäche seit Beginn des zweiten Quartals und der damit verbundenen Dämpfung der Realeinkommen. Das spiegeln auch die guten Einkommenserwartungen und die hohe Anschaffungsneigung der deutschen Verbraucher wider. Ohne diese stützenden Komponenten würde das GfK-Konsumklima (Juni: 10,7 Punkte) infolge der durch den Handelskonflikt merklich gedämpften Konjunkturerwartungen niedriger ausfallen als zuletzt gemeldet.

### Deutsche Industriekonjunktur legt zu Jahresbeginn Verschnaufpause ein

21

Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, Quartalswerte, sb., 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Die deutsche Industrie mit Schwächephase zu Jahresbeginn

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nahm im ersten Quartal 2018 lediglich um 0,1% ggü. Vq. zu. Trotz der temporären Schwächephase entspricht dies dennoch einem Wachstum von 4,2% gegenüber dem Vorjahresquartal. Die verringerte Dynamik in den ersten Monaten des Jahres 2018 war z.T. bedingt durch eine Reihe von Sondereffekten. Dazu zählten insbesondere die flächendeckenden Streiks in der Metall- und Elektroindustrie sowie Arbeitsausfälle infolge vieler Krankmeldungen. Aus internationaler Perspektive kamen die Unsicherheiten während der Regierungsbildung in Italien und die zunehmenden Handelsstreitigkeiten belastend hinzu. So zeigten sich in Q1 auch die Auftragsrückgänge mit einem Rückgang von 2,2% ggü. Vq. (inkl. Großaufträge) enttäuschend. Nach einer viermonatigen Negativserie konnten sie erst im Mai wieder

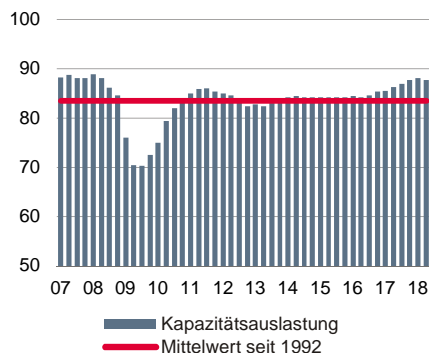


## Anhaltend schwungvolles Kreditgeschäft, aber konjunkturelle Delle in Q1 2018

Auslastung sinkt auf hohem Niveau

22

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo

Deutschland: Konjunkturprognose

23

% ggü. Vj.	2017	2018P	2019P
Reales BIP	2.2	2.0	1.8
Privater Konsum	1.8	1.6	1.5
Staatsausgaben	1.5	0.6	1.0
Anlageinvestitionen	3.3	4.0	3.5
Ausrüstungen	2.2	3.5	5.1
Bau	2.7	2.6	4.0
Lager, %-Punkte	0.2	-0.2	0.0
Exporte	4.6	3.8	4.5
Importe	5.2	3.4	5.1
Nettoexport, %-Punkte	0.1	0.4	0.0
HVPI	0.4	1.7	1.6
Staatsverschuldung, % BIP	64.1	60.3	57.0
Arbeitslosenquote, %	5.7	5.2	4.9
Budgetsaldo, % BIP	1.2	1.2	1.0
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8.0	6.8	6.4

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

um 2,6% ggü. Vm. zulegen. Dabei wuchsen sowohl die Bestellungen von Investitions- (+4,7% ggü. Vm.) als auch von Konsumgütern (+4,9% ggü. Vm.) kräftig. Es ist aber zu berücksichtigen, dass im Monatsvergleich der Auftragseingänge häufig starke Schwankungen zu beobachten sind. So deutet die Komponente „Auftragseingänge“ des Einkaufsmanager-Index für die Industrie aktuell wieder auf ein schwaches Ergebnis im Juni hin. Auch die industrielle Kapazitätsauslastung zeigt zu Beginn von Q2, dass das Verarbeitende Gewerbe zuletzt einen Gang runtergeschaltet hat. Schließlich passen die Geschäftserwartungen der Industrie in dieses Bild: Sie sanken bis Mai 2018 sechsmal in Folge und stabilisierten sich zuletzt bei rund 3 Saldenpunkten. Es sieht derzeit aber nicht danach aus, als werde die deutsche Industrie kurzfristig in eine ernsthafte konjunkturelle Krise rutschen.

### Eingetrübtes Umfeld

Nachdem die deutsche Volkswirtschaft die Auswirkungen der langanhaltenden Grippesaison in Q1 hinter sich gelassen hat, sieht sie sich immer noch mit den fortwährenden Handelsstreitigkeiten konfrontiert. Die nominalen Warenausfuhren konnten dennoch im Durchschnitt der Monate Mai und April um  $\frac{3}{4}$ % gegenüber dem ersten Quartal zulegen. Solange die Verunsicherung im internationalen Handelsumfeld anhält und insbesondere eine Spirale von Zöllen und Gegenzöllen droht, erwarten wir dennoch kaum Wachstumsimpulse vom Außenhandel. Infolgedessen könnten die Nettoexporte das BIP-Wachstum in Q2 sogar dämpfen. Das Wachstum der Industrieproduktion zeigte sich im Durchschnitt der Monate Mai und April mit einem Plus von  $\frac{1}{4}$ % gegenüber Q1 moderat. Die Auftragseingänge in der Industrie gingen im entsprechenden Vergleichszeitraum um 1% zurück. Insgesamt ist dadurch der Wachstumsausblick auf die Investitionen ebenfalls verhalten. Beim privaten Konsum dürfte die Dynamik erhalten bleiben.

Die EZB-Presskonferenz im Juni bestätigte unsere Erwartungen, dass die europäische Geldpolitik noch lange Zeit expansiv bleiben wird. Die EZB wird ihre Anleihekäufe im Schlussquartal dieses Jahres weiter zurückfahren und zum Jahresende schließlich einstellen. In der Presskonferenz konkretisierte Mario Draghi, dass es vor dem „Ende des Sommers 2019“ zu keiner Zinsanhebung kommen wird. Die erste Zinsanhebung um 25 Bp. erwarten wir nun im September 2019.

Für Q2 rechnen wir mit einer leichten Beschleunigung des BIP-Wachstums, die weiterhin hauptsächlich von der Binnennachfrage getrieben wird.

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)

© Copyright 2018. 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.