



# Kreditboom setzt sich in Q2 2018 fort, aber Bremsspuren bei der deutschen Konjunktur

28. September 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

**Kreditgeschäft mit stärkstem Aufschwung seit der New-Economy-Blase.** Das Kreditvolumen an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland hat im zweiten Quartal um (bereinigt) EUR 20,7 Mrd. bzw. 1,6% zugenommen, was der beste Q2-Wert seit der Einführung des Euro war. Verglichen mit dem Stand vor einem Jahr liegt das Plus bei 5,1% – höher war das Wachstum zuletzt 2000. Die Expansion wird sowohl vom Verarbeitenden Gewerbe als auch vom Dienstleistungssektor getragen, wobei im letzten Quartal nicht zuletzt die immobiliennahen Branchen stark abschnitten. Außerdem schlug sich die Finanzierung einer größeren M&A-Transaktion in der Chemiebranche im Kreditgeschäft und bei Aktienemissionen nieder. Bemerkenswerterweise ging die Beschleunigung der Kreditvergabe v.a. auf kurz- und mittelfristige Ausleihungen zurück und weniger auf langfristige Kredite, da die Unternehmen ihre Liquiditätspolster weiter aufstockten. Davon profitierten insbesondere die Auslandsbanken, die ein höheres Wachstumstempo erreicht haben als vor der Finanzkrise, und auch die Landesbanken überraschten positiv. Die Kreditzinsen waren insgesamt nochmals leicht rückläufig, während das Einlagengeschäft weiter unter Negativzinsen leidet.

**Finanzierungsalternativen mit gemischten Ergebnissen.** Commercial Paper konnten ein solides Q2 verbuchen, Leasing nahm wieder mehr Fahrt auf und Aktienemissionen wurden von der erwähnten Übernahme dominiert. Schlimm sah es, wie schon zu Jahresbeginn, bei Unternehmensanleihen aus, die im gesamten ersten Halbjahr netto auf ein Emissionsvolumen von quasi null kamen. Offenbar findet momentan eine umgekehrte Substitution von Anleihen durch Kredite statt.

## Konjunktur

**Deutsche Wirtschaft mit robustem Wachstum in Q2 2018.** Im zweiten Quartal ist die deutsche Volkswirtschaft mit 0,5% ggü. Vq. solide gewachsen. Trotz der Unsicherheiten im außenwirtschaftlichen Umfeld ist der Aufschwung weiterhin in Takt, wenn auch mit gedämpfter Dynamik. Positive Wachstumsimpulse kamen in Q2 nach wie vor ausschließlich aus dem Inland. Die Entwicklung der Investitionen blieb in Q2 hinter den Erwartungen zurück. Die Industriekonjunktur in Deutschland verliert weiter an Schwung. Insbesondere die schwachen Auftrags-eingangsdaten verdeutlichen dies.

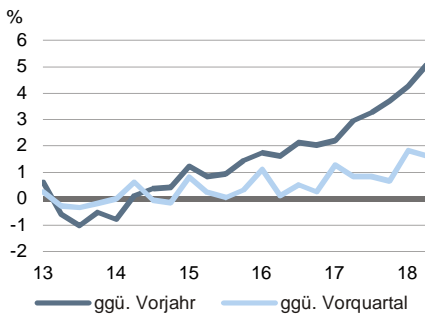
**BIP-Prognose für das Jahr 2018 auf 1,9% gesenkt.** Aufgrund der Zusammensetzung des BIP-Wachstums im ersten Halbjahr haben wir unsere Prognose für das Gesamtjahr marginal auf 1,9% (2,0%) angepasst, wobei die Abwärtsrisiken überwiegen. Für Q3 und Q4 halten wir an unserer BIP-Wachstumsprognose von rund 0,5% ggü. Vq. fest. Die bisherigen Abschlüsse aus den diesjährigen Tarifrunden führten zu deutlich höheren Steigerungen als von den meisten erwartet. Damit dürften die privaten Konsumausgaben auch im weiteren Jahresverlauf die entscheidende Stütze der Konjunktur bleiben.



## Kreditboom setzt sich in Q2 2018 fort, aber Bremsspur bei der deutschen Konjunktur

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute  
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Unternehmensfinanzierung in Deutschland

#### Kreditvolumen

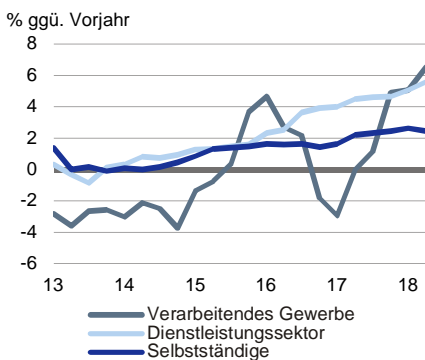
Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland hat sich auch im zweiten Quartal hervorragend entwickelt. Das ausstehende Volumen kletterte um (bereinigt) EUR 20,7 Mrd. bzw. 1,6% und damit so stark wie seit 1995 in keinem Q2 mehr. Der Kreditbestand liegt 5,1% höher als vor 12 Monaten, was das größte Plus seit der New-Economy-Blase 2000 bedeutet. Der Aufschwung ist bemerkenswert, da das Kreditgeschäft noch vor 4-5 Jahren rückläufig war, obwohl auch damals praktisch schon Nullzinsen herrschten (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Auch im **Euroraum** insgesamt zeichnet sich nach einer langen Phase der Kreditzurückhaltung Besserung ab. Zwischen März und Juni expandierte das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen um 0,5% und stieg damit gegenüber Sommer letzten Jahres um immerhin 1,3%. Kein schlechtes Ergebnis angesichts von Portfolioverkäufen notleidender Kredite durch eine Reihe südeuropäischer Banken, die das Bild etwas verzerren.

Positiv kommt in Deutschland hinzu, dass der Kreditboom von einer breiten **Branchenbasis** getragen ist, d.h. sowohl von der Industrie (ausstehendes Volumen +6,5% ggü. Vj.) als auch dem Dienstleistungssektor (+5,6%). Im Verarbeitenden Gewerbe werden die zweistelligen Wachstumsraten aus der Zeit vor der Finanzkrise zwar noch nicht erreicht; bei den Dienstleistern ist es dagegen der kräftigste Anstieg seit 2001. Lediglich das Kreditgeschäft mit Selbstständigen hinkt ein wenig hinterher, hier verlangsamt sich die Expansion in Q2 sogar leicht auf nur noch 2,4% ggü. Vj.

... nach Branche

2



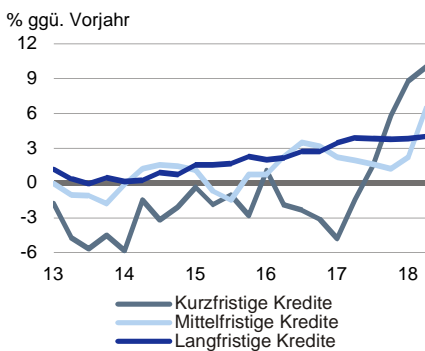
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den einzelnen Industriebranchen hob sich die Chemie mit einem Quartalsplus von EUR 2,2 Mrd. deutlich vom Rest ab. Das war im Wesentlichen auf die teilweise Finanzierung einer größeren Übernahme zurückzuführen. Ebenfalls stark schnitt im zweiten Quartal die Elektrotechnik ab (EUR +0,9 Mrd. ggü. Vq.). Maschinenbau/Auto schwächelte etwas (EUR -0,1 Mrd.) – vermutlich aufgrund der eingetrübten Perspektiven durch den sich zuspitzenden Handelskrieg.

Bei den sonstigen Branchen lief es am Bau (EUR +2,5 Mrd.) und in der Landwirtschaft (EUR +1,1 Mrd. – bestes Vierteljahr seit 2010) hervorragend, während es beim Handel ein saisonübliches Minus gab (EUR -0,6 Mrd.) und Versorger/Bergbau nach zuletzt sehr guten Ergebnissen einen Rückschlag verkraften mussten (EUR -0,6 Mrd.).

... nach Fristigkeit\*

3

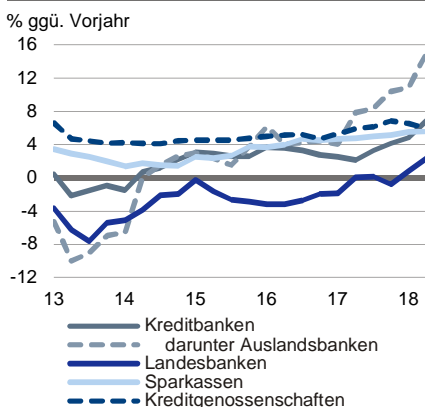


\* ohne sonstige Finanzinstitute  
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Innerhalb des Dienstleistungssektors verzeichnete eine ganze Reihe von Branchen signifikante Zuwächse beim Kreditvolumen: Wohnungsunternehmen (EUR +4,6 Mrd.) ebenso wie Gewerbeimmobilienfirmen (EUR +2,2 Mrd.), Beteiligungsgesellschaften (EUR +3,2 Mrd.) und die unternehmensnahen Dienstleistungen (EUR +2,5 Mrd.). Für Wohnungsunternehmen und Beteiligungsgesellschaften war es sogar der größte Anstieg in einem Quartal seit der Finanzkrise.

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute  
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

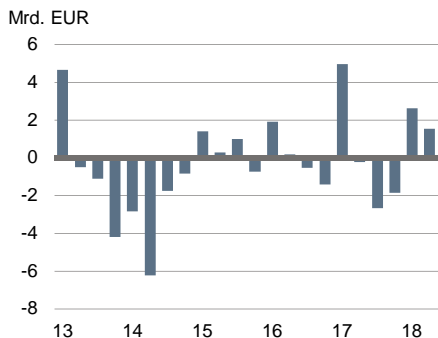
Nach **Fristigkeiten** zeigen sich allerdings erste Warnsignale. Die langfristigen Kredite (Laufzeit > 5 Jahre), vom Umfang her die wichtigste Komponente und außerdem die, welche am stärksten vom Vertrauen in die grundsätzliche Stärke der Volkswirtschaft abhängt, legten nahezu unverändert um 4% ggü. Vj. zu. Das ist zwar solide, jedoch fehlt hier seit Längerem weitere Dynamik. Die Wachstumsraten stiegen zuletzt nur noch bei den kurzfristigen Ausleihungen (aktuell 10% über Vorjahresniveau) und den mittelfristigen Krediten (+6,5%). Möglicherweise haben manche Unternehmen in Q2 wie auch schon in Q1 aus Sorge um eine Abkühlung der Weltwirtschaft aufgrund des Handelsstreits zwischen den USA und China und der zu erwartenden höheren Zinsen lieber noch einmal Liquidität aufgenommen, allerdings nur für einen überschaubaren Zeithorizont.



## Kreditboom setzt sich in Q2 2018 fort, aber Bremsspur bei der deutschen Konjunktur

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

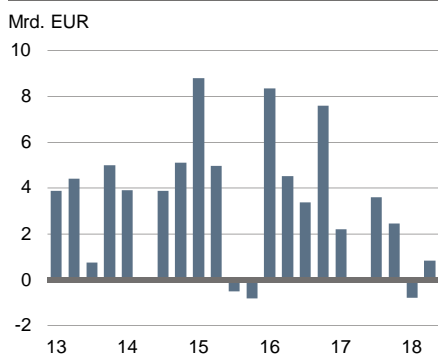
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

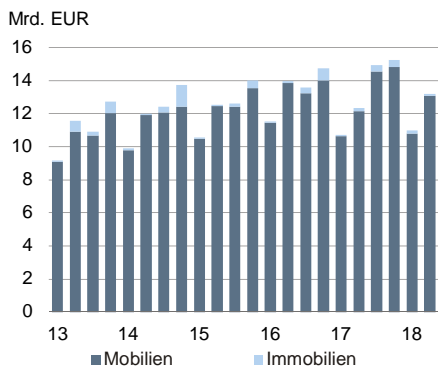
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuavolumen\*

7

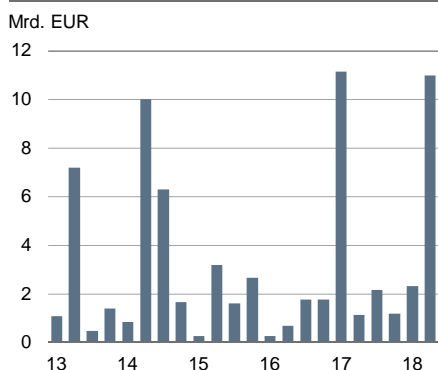


\* statistische Brüche in Q1 2014 und Q1 2017

Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den **Bankengruppen** zeigt sich ein Phänomen, welches zuletzt kurz vor der Finanzkrise 2008 zu beobachten war und daher ebenfalls besondere Aufmerksamkeit verdient: Am stärksten drängen momentan die Auslandsbanken und die Landesbanken in die Kreditvergabe – die beide ihr Kreditbuch vor wenigen Jahren noch verkleinert hatten. Jetzt stehen die Banken in Auslandsbesitz mit einer Kreditzunahme von 15% ggü. Vj. an der Spitze und haben damit bereits ihr höchstes Expansionstempo aus der Zeit vor der Krise überboten. Die Landesbanken liegen zwar immer noch im hinteren Teil des Feldes, kommen aber mittlerweile auf ein Wachstum von 2,4%, was für sie dem besten Wert seit Anfang 2009 entspricht.

Verhältnismäßig unspektakulär sieht es bei Sparkassen (+5,6%) und Genossenschaftsbanken aus (+6%), während die Förderbanken (einschließlich DZ Bank) als einzige Bankengruppe ein rückläufiges Kreditgeschäft zu verbuchen haben (-1,6%).

Quasi in einer Liga mit den Landesbanken spielen zurzeit auch die einheimischen Kreditbanken (+2,6%), die also ebenfalls Marktanteile an die Konkurrenz verlieren. Außerdem wurde durch Zusammenführung zweier Banken die statistische Kategorie der Großbanken angepasst und erstmals seit vielen Jahren auf eine wirklich vernünftige Grundlage gestellt (mit Überschneidung zu den Auslandsbanken). Da von der Bundesbank rückwirkend keine Daten geändert werden, muss auf aussagekräftige Vergleiche in diesem Fall allerdings noch etwas gewartet werden.

Eindrucksvolle Zuwächse erzielten die Auslandsbanken in Q2 v.a. in der Chemie (Finanzierung der erwähnten großen M&A-Transaktion), der Elektrotechnik, dem Bau und den Beteiligungsgesellschaften. Die Landesbanken schnitten u.a. im Bereich Telekom/Beratung/Werbung stark ab, die inländischen Kreditbanken in verschiedenen Dienstleistungsbranchen. Die Sparkassen waren in den immobiliennahen Branchen besonders erfolgreich, ebenso die Kreditgenossenschaften (abgesehen vom gewerblichen Immobiliensegment).

### Andere Finanzierungsquellen

Nachdem alternative Finanzierungsmöglichkeiten in den Jahren nach der Finanzkrise zulasten des Bankkredits an Bedeutung gewonnen hatten, findet nunmehr seit einiger Zeit eine umgekehrte Substitution statt und der Kredit spielt wieder eine größere Rolle.

Zwischen April und Juni wurden netto EUR 1,5 Mrd. an **Commercial Paper** von Nichtbanken neu emittiert – ein ordentliches Resultat, aber auch nicht mehr.

Ein schlimmes Bild bietet sich bei **Anleihen** nichtfinanzieller Unternehmen: Nach dem Einbruch im Vorjahr gab es im ersten Halbjahr 2018 unter dem Strich überhaupt keine Nettoemission, da das bescheidene Ergebnis von Q2 (EUR 0,8 Mrd.) das Minus von Q1 gerade einmal ausglich. Damit war es das schlechteste H1 seit 2008. Zum einen könnte dies mit den reduzierten Wertpapierkäufen der EZB zusammenhängen. Zum anderen streben die Unternehmen auf der Finanzierungsseite offenbar mit Macht zurück zu ihren Hausbanken und weg vom Kapitalmarkt, allen Erfahrungen im letzten Abschwung vor einem Jahrzehnt zum Trotz, als sie angesichts der Zurückhaltung mancher Banken bei der Kreditvergabe in großem Stil mit der Emission von Schuldverschreibungen begannen. Im Euroraum als Ganzes schwächte sich das Emissionsgeschäft von April bis Juni gegenüber Vorjahr zwar ab, blieb aber mit einem Volumen von netto EUR 12,6 Mrd. solide.

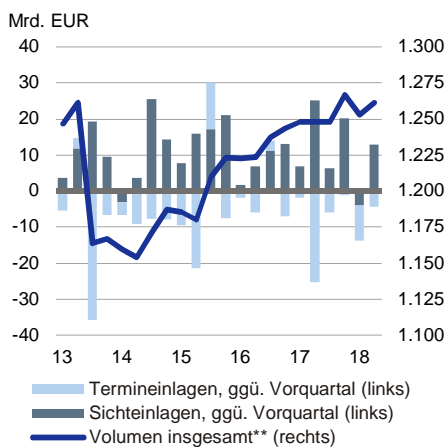
Nach einem dürftigen Jahresauftakt hat das **Leasinggeschäft** in Deutschland im vergangenen Quartal wieder an Fahrt gewonnen. Das Mobilität-Leasing schaffte Neuabschlüsse im Umfang von EUR 13 Mrd. (+7,7% ggü. Vj.), dank eines anziehenden Kfz-Segments und eines anhaltend starken Maschinen-Leasings. Immobilientransaktionen kamen allerdings nur auf bescheidene EUR 109 Mio.



## Kreditboom setzt sich in Q2 2018 fort, aber Bremsspur bei der deutschen Konjunktur

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

Die **Ausgabe neuer Aktien** in Höhe von EUR 11 Mrd. im zweiten Quartal wurde dominiert von zwei Kapitalerhöhungen eines Chemie-/Pharmaunternehmens, die der erwähnten Finanzierung einer größeren Übernahme dienten. Darüber hinaus gab es noch eine größere Transaktion eines Wohnungsunternehmens.

### Einlagenvolumen

Das Wachstum der Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen bleibt gering. In Q2 erhöhten sie sich zwar um EUR 8,4 Mrd., auf Sicht von 12 Monaten beträgt das Plus jedoch nur 1,1%. Sichteinlagen legten nach dem Rückgang zu Jahresbeginn jetzt wieder zu, um EUR 12,9 Mrd., während Termineinlagen einmal mehr schrumpften (EUR -4,5 Mrd.).

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

An den grundsätzlichen **Standards** für Unternehmenskredite änderte sich im letzten Quartal praktisch nichts. Hinsichtlich der konkreten Konditionen für ausgereichte Kredite berichteten jedoch 19% der befragten Banken von (weiter) sinkenden Margen für durchschnittliche Kredite, nur 6% sagten das Gleiche mit Blick auf riskantere Kredite. Einziger Treiber war der verschärfte Wettbewerb. Im Eurogebiet insgesamt sah es bei Standards wie auch bei Konditionen ganz ähnlich aus; hier meldeten sogar 27% der Institute Margendruck bei durchschnittlichen Ausleihungen.

Ein Viertel aller deutschen Banken verzeichnete gegenüber dem Vorquartal eine höhere **Kreditnachfrage** – der beste Wert seit Ende 2015. Merkwürdigerweise berichteten die Banken von einem deutlich kräftigeren Anstieg bei den langfristigen (34%) als bei den kurzfristigen Krediten (13%), was sich jedoch in den realisierten Volumina nicht widerspiegelt. Das Nachfrageplus war sowohl bei großen als auch bei kleinen Unternehmen ungefähr gleich groß. Positiv auf die Nachfrage wirkte sich v.a. das niedrige Zinsniveau aus, gefolgt vom Investitionsbedarf, während die Verfügbarkeit von Krediten anderer Banken den stärksten dämpfenden Effekt hatte. In Euroland fiel die Zunahme der Nachfrage etwas moderater aus (gemeldet von 16% der Institute).

Für das **gegenwärtige Quartal** erwarten die deutschen Banken erstmals seit über drei Jahren eine minimale Straffung der Kreditstandards (3%) und erneut eine robuste Steigerung der Nachfrage (16%). Die Banken in der EWU insgesamt gehen von einer ähnlichen Entwicklung aus.

### Zinssätze

Aufschlussreich sind die Veränderungen beim Zinsniveau im **Kredit-Neugeschäft**: Unter dem Strich waren die Zinsen im zweiten Quartal nochmals leicht rückläufig. Das betraf jedoch im Wesentlichen kleine Kredite an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.) und variabel verzinsten Kredite, die während der drei Monate jeweils Rekordtiefs erreichten (von 2,2% bzw. 1,1%). Großkredite und solche an Selbstständige und Personengesellschaften verharren de facto in einer Seitwärtsbewegung bei 1,1% bzw. 2,1%. Gleiches gilt auch für Kredite mit einer Zinsbindung von 1-5 Jahren (1,9%). Bemerkenswert ist der schon seit gut anderthalb Jahren zu beobachtende leichte Aufwärtstrend bei den Zinsen für langfristige Festzinskredite (Zinsbindung > 5 Jahre). Zwar bewegten sich diese im vergangenen Quartal kaum, liegen aber mit 1,8% 12 Bp. höher als im Sommer letzten Jahres. Das reflektiert die Erwartung der Marktteilnehmer, dass die Leitzinsen ab 2019/20 langsam wieder ansteigen dürften.

Auch auf der Einlagenseite blieben die Zinsen in Q2 unter Druck und rutschten weiter in negatives Terrain. **Sichteinlagenzinsen** fielen um 1 Bp. auf -3 Bp., Zinsen auf **Termineinlagen** um 2 Bp. auf -8 Bp. Es ist mittlerweile zwei Jahre her, dass die Einlagenzinsen das letzte Mal positiv waren.

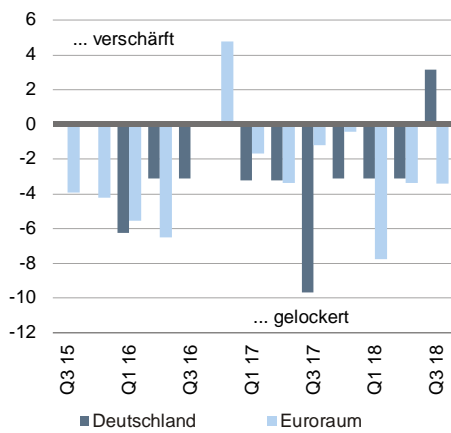
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



## Kreditboom setzt sich in Q2 2018 fort, aber Bremsspur bei der deutschen Konjunktur

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

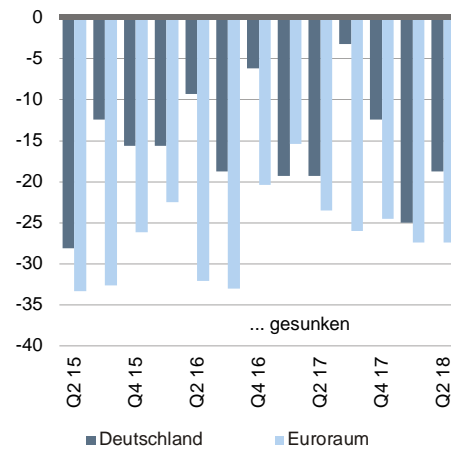


\* Q3 18 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

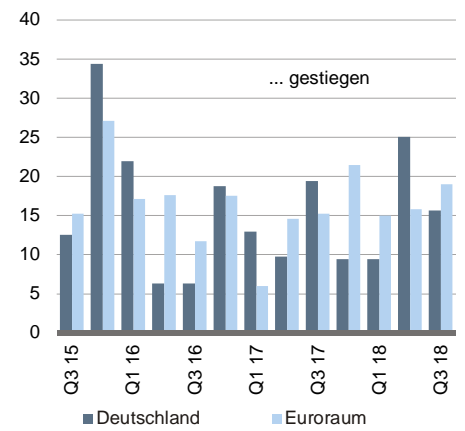
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

12

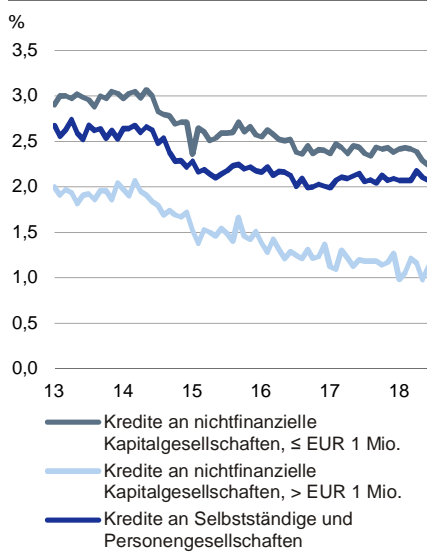


\* Q3 18 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

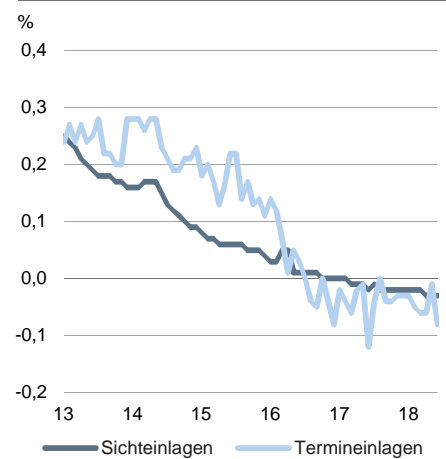
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB

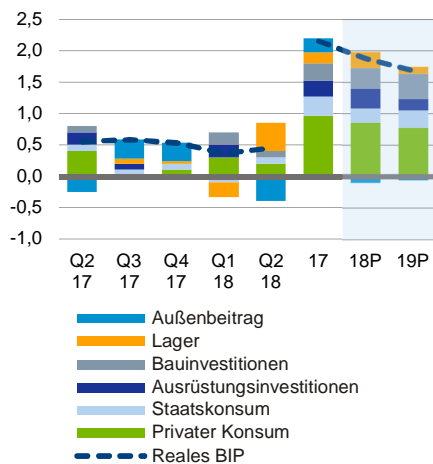


## Robustes Wachstum in Q2 2018 – schleppende Industriekonjunktur dämpfte Wachstum

- Im zweiten Quartal 2018 ist die deutsche Volkswirtschaft mit 0,5% ggü. Vq. solide gewachsen. Die Details waren jedoch schwächer, als es das Aggregat vermuten lässt. Das Binnenwachstum kompensierte den negativen Wachstumsbeitrag der Nettoexporte.
- Die Entwicklung der Investitionen blieb in Q2 hinter den Erwartungen zurück. Bei einer anhaltend hohen Kapazitätsauslastung belasteten die außenwirtschaftlichen Unsicherheiten sowie Sondereffekte, wie die Probleme bei der WLTP-Umsetzung, das Investitionsklima und dämpften die deutsche Industriekonjunktur insgesamt.
- Aufgrund der Zusammensetzung des BIP-Wachstums in H1 haben wir unsere Prognose für das Gesamtjahr auf 1,9% (2,0%) angepasst, wobei die Abwärtsrisiken (Zollstreit, insbesondere höhere Zölle auf Autos) überwiegen.

### Binnenwirtschaft Hauptwachstumstreiber 16

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

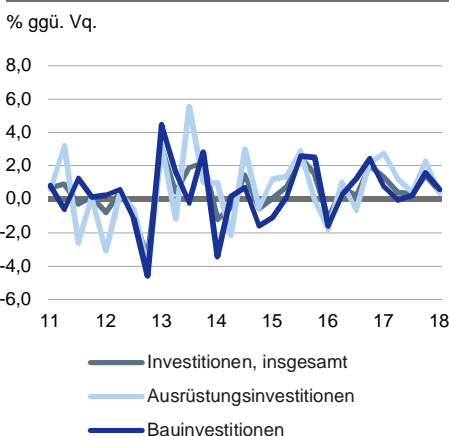


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### BIP-Wachstum in Q2 0,5% – Details zeichnen schwächeres Bild

Im zweiten Quartal 2018 ist die deutsche Volkswirtschaft mit 0,5% ggü. Vq. solide gewachsen. Die Quartalswachstumsrate für Q1 wurde von 0,3% auf 0,4% revidiert. Damit lag das reale Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2018 bei 0,9% (H1 2017: 1,6%). Trotz der Unsicherheiten im außenwirtschaftlichen Umfeld ist der Aufschwung weiterhin in Takt, wenn auch mit gedämpfter Dynamik. Positive Wachstumsimpulse kamen in Q2 nach wie vor ausschließlich aus dem Inland. Dabei zeigt die Betrachtung der einzelnen Komponenten ein schwächeres Bild (Anstieg staatlicher Konsumausgaben, zurückhaltende Ausrüstungsinvestitionen), als die BIP-Wachstumsrate vermuten lässt. Der Lageraufbau leistete einen Wachstumsbeitrag von 0,4%-Punkten, der Außenbeitrag dämpfte das BIP-Wachstum jedoch im selben Umfang. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Erfassung von Vorratsveränderungen aufgrund von Messproblemen am aktuellen Rand stark revisionsanfällig ist. Die privaten Konsumausgaben leisteten einen Beitrag von 0,2%-Punkten, die Ausweitung des staatlichen Konsums und die Bauinvestitionen trugen jeweils 0,1%-Punkte bei. Der Ausrüstungsinvestitionen lieferten keinen Beitrag zum Quartalswachstum.

### Investitionen 17



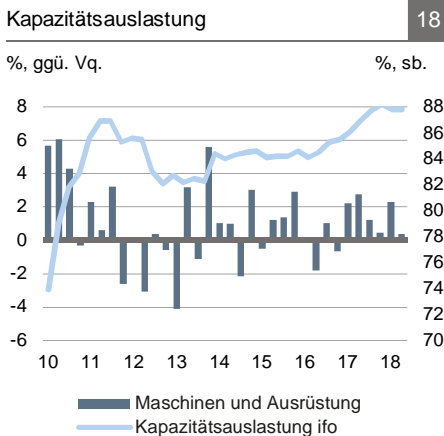
Quelle: Statistisches Bundesamt

### Investitionen in Q2 verhalten aufwärtsgerichtet

Mit einem Wachstum von 0,5% ggü. Vq. haben die Bruttoanlageinvestitionen in Q2 insgesamt an Schwung eingebüßt, blieben aber dennoch aufwärtsgerichtet. Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen dabei lediglich 0,3% (Q1: 2,3%) zu. Dabei ist zu berücksichtigen, dass vor allem der Rückgang an staatlichen Ausrüstungsinvestitionen (-8,3%) belastend wirkte, während die privaten Ausrüstungsinvestitionen angesichts der hohen Auslastung der industriellen Kapazitäten (Q2: 87,7%) um 1,1% ggü. Vq. zulegten. Zudem wurde das deutsche Investitionsklima seit Jahresbeginn immer wieder von verschiedenen Sondereffekten eingetrübt. Die anhaltenden Unsicherheiten im internationalen Handelsumfeld, wie auch die Probleme der Fahrzeugproduzenten im Zusammenhang mit WLTP-Umsetzung wiegen gegenwärtig am schwersten. Stützend wirken die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen. Die Aufhellung der ifo-Geschäftserwartungen auf 100,1 Punkte in Q3 (H1 2018: 99,7) und insbesondere die Erholung der ifo-Exportorerwartungen auf 15,1 Saldenpunkte im September (Q2: 13,9) deuten auf eine leichte Verbesserung des geschäftlichen Umfeldes hin. Wenn sich die vom ifo-Institut gemeldeten Engpässe in den Lieferketten,



## Kreditboom setzt sich in Q2 2018 fort, aber Bremsspur bei der deutschen Konjunktur

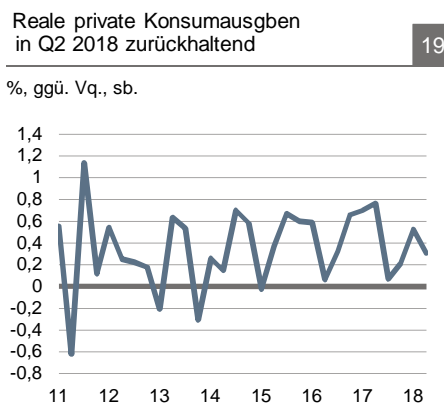


Quelle: Statistisches Bundesamt

wie bspw. bei den Werkzeugmaschinenherstellern, wieder entspannen, könnte sich die Herstellung von Investitionsgütern (Q2: 0,2% ggü. Vq.) beleben.

Die Bauinvestitionen stiegen mit 0,6% ggü. Vq. (Q1 2018: 1,6%) ebenfalls deutlich schwächer an als in Q1. Dabei verlangsamten insbesondere die privaten Bauinvestitionen ihr Wachstum auf 0,3% (Q1: 1,6%), während die staatlichen Bauinvestitionen mit einer Zunahme von 2,6% (Q1: 1,7%) stützen. Die Stimmung im Baugewerbe ist weiterhin bestens, wie der erneute Rekordwert des ifo-Geschäftsklimas im Bauhauptgewerbe mit 117,7 Punkten im September zeigte. Bei einer Kapazitätsauslastung von knapp 79%, nahe des Allzeithochs, ist der Arbeitskräftemangel im Bauhauptgewerbe, neben Verzögerungen in den Lieferketten, nach wie vor ein großes Hemmnis für die Fertigstellung von Bauprojekten. Der anhaltende Nachfrageüberhang (durchschn. Auftragsreichweite im Aug.: 3,8 Monate) stimmt die Unternehmen im Hoch- und Tiefbau weiterhin optimistisch, in den kommenden Monaten weitere Preissteigerungen durchsetzen zu können.

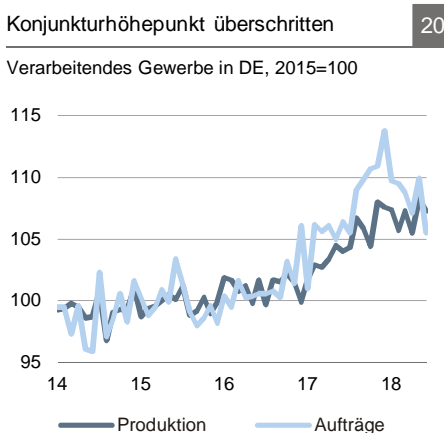
### Private Konsumausgaben – hinter den Erwartungen



Quelle: Statistisches Bundesamt

Im zweiten Quartal 2018 verlangsamte sich das Wachstum der realen privaten Konsumausgaben auf 0,3% ggü. Vq. (rev. Q1: 0,5%). Bei kräftig wachsendem Volkseinkommen (4,1%) entwickelten sich die Lohneinkommen weiter sehr dynamisch (4,7%), aber auch die Unternehmens- und Vermögenseinkommen konnten solide zulegen (3%). Die Sparquote der privaten Haushalte stieg auf 10,2% (Q1: 10%). Die privaten Konsumausgaben sind nicht zuletzt aufgrund der sehr guten Arbeitsmarktsituation eine Stütze der deutschen Konjunktur. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg in Q2 um 1,4% ggü. Vj., ein Plus von 599.000 Personen. Die Arbeitslosenquote sank auf 5,2% ggü. Vq. Die bisherigen Abschlüsse aus den diesjährigen Tarifrunden führten zu deutlich höheren Steigerungen als von den meisten erwartet. Obwohl einige niedrigere und länger laufende Verträge aus dem Jahr 2017 den Durchschnitt drücken, wird sich der kollektive Lohnanstieg auf 3% (von 2,1% im Jahr 2017) stark beschleunigen. Das spiegelt sich auch in den guten Einkommenserwartungen und der hohen Anschaffungsneigung der deutschen Verbraucher wider. Diese Komponenten stützen das GfK-Konsumklima (Aug: 10,6 Punkte). Damit dürften die privaten Konsumausgaben auch im weiteren Jahresverlauf die entscheidende Stütze der Konjunktur bleiben.

### Die deutsche Industrie mit anhaltender Schwächephase



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Industriekonjunktur in Deutschland verliert weiter an Schwung. Insbesondere die schwachen Auftragseingangsdaten verdeutlichen dies. In den ersten beiden Quartalen von 2018 sanken die Auftragseingänge im deutschen Verarbeitenden Gewerbe jeweils gegenüber dem Vorquartal (Q1: real -2,2%; Q2: -1,7%). Inlands- und Auslandsbestellungen waren gleichermaßen nach unten gerichtet. Die Aufträge bei Investitionsgüterherstellern gingen überdurchschnittlich stark zurück (Q1: -2% ggü. Vq.; Q2: -3,5%). Auch in diesen Zahlen dürften sich der fortgeschrittene globale Konjunkturzyklus und die anhaltenden handelspolitischen Dispute widerspiegeln. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland stieg in den ersten beiden Quartalen von 2018 preisbereinigt nur noch marginal (saisonbereinigt +0,1% ggü. Vq. bzw. 0,2%), nach durchschnittlich +1,3% pro Quartal im Jahr 2017. Für H2 2018 rechnen wir in etwa mit einer Seitwärtsbewegung der Industrieproduktion, für das Gesamtjahr 2018 mit einem Plus der Fertigung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland von real 2,5% (2017: +2,9%); damit bleibt unsere Prognose unverändert. Das angesichts der rückläufigen Aufträge immer noch recht kräftige Produktionsplus lässt sich auf den hohen statistischen Überhang zum Jahreswechsel 2017/18 zurückführen.

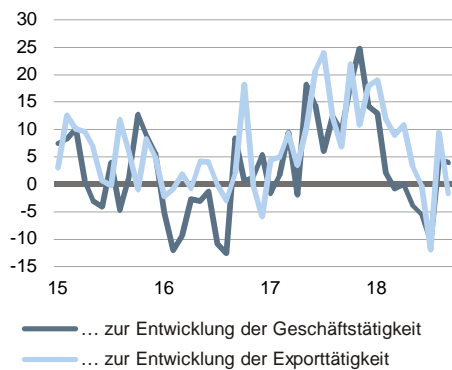


## Kreditboom setzt sich in Q2 2018 fort, aber Bremsspur bei der deutschen Konjunktur

Erwartungen in der Automobilindustrie brechen ein

21

Erwartungen in der dt. Automobilindustrie..., Saldo aus pos. u. neg. Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

Im zweiten Halbjahr 2018 könnte sich negativ auf die Industrieproduktion auswirken, dass die deutsche Automobilindustrie eine Reihe von Modellen vorübergehend nicht mehr produzieren wird. Hier kommt es derzeit zu Verzögerungen beim Zertifizieren von Neuwagen nach dem sogenannten Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure (WLTP). Hinzu kommt, dass die Automobilkonjunktur in wichtigen Absatzmärkten der deutschen Hersteller ihren Höhepunkt überschritten hat. Der Fachkräftemangel in der Industrie dürfte auch angebotsseitig ein kräftigeres Produktionswachstum verhindern. Bei den regelmäßigen Konjunkturumfragen des DIHK wird der Fachkräftemangel schon seit Herbst 2016 als wichtigstes Geschäftsrisiko und limitierenden Faktor für Investitionen eingestuft. Angesichts des äußerst engen deutschen Arbeitsmarktes ist dieses Problem kurzfristig nur schwer zu lösen.

### BIP-Wachstumsprognose für 2018 auf 1,9% angepasst

Aufgrund der Zusammensetzung des BIP-Wachstums in H1 haben wir unsere Prognose für das Gesamtjahr marginal auf 1,9% (2,0%) angepasst, wobei die Abwärtsrisiken überwiegen. Für Q3 und Q4 halten wir an unserer BIP-Wachstumsprognose von rund 0,5% ggü. Vq. fest. Für Q3 bestehen allerdings aufgrund der schwachen Julidaten deutliche Abwärtsrisiken. Sofern eine weitere, spürbare Eskalation im Zollstreit (insbesondere höhere Zölle auf Autos) vermieden werden kann, tatsächlich ein „weicher“ Brexit erfolgt und es nicht zu weiteren Konflikten innerhalb der EU (italienischer Haushalt, Flüchtlinge usw.) kommt, sollte die deutsche Wirtschaft auch 2019 leicht über der Trendrate wachsen. Bei durchschnittlichen Quartalswachstumsraten von 0,4% könnte die Rate für das Gesamtjahr bei 1,7% liegen.

Deutschland: Konjunkturprognose

22

% gg. Vj.	2017	2018P	2019P
Reales BIP	2,2	1,9	1,7
Privater Konsum	1,8	1,6	1,4
Staatsausgaben	1,6	1,2	1,4
Anlageinvestitionen	2,9	3,1	2,9
Ausrüstungen	3,7	4,5	2,6
Bau	2,9	3,5	4,1
Lager, %-Punkte	0,1	0,2	0,0
Exporte	4,6	3,1	4,2
Importe	4,8	3,8	5,0
Nettoexport, %-Punkte	0,2	-0,1	-0,1
HVPI	0,4	1,7	1,6
Staatsverschuldung, % BIP	63,9	60,1	56,5
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,2	4,9
Budgetsaldo, % BIP	1,0	1,2	1,2
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,9	7,3	6,4

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### EZB – Bestätigung des Ausstiegs aus den Nettoanleihekäufen

Die konjunkturelle Verlangsamung in der EWU macht der EZB die Normalisierung ihrer Politik nicht einfacher. Aktuell sprechen aber die Niveaus und die Erwartung einer Normalisierung der Inflation weiterhin für einen graduellen Ausstieg. Den Aussagen der jüngsten Pressekonferenz folgend, wird die EZB bei ihrem derzeitigen geldpolitischen Kurs die aktuell bestehenden Abwärtsrisiken im Blick behalten. Zu diesem Zweck legte sie sich vorab darauf fest, ihr Reinvestitionsprogramm für längere Zeit nach Ende des Nettoerwerbs von Vermögenswerten weiterzuführen sowie die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie notwendig auf ihrem aktuellen Niveau zu halten. Zudem betonte sie ihre Bereitschaft, sofern erforderlich „alle Instrumente“ (einschließlich der Nettokäufe) zu nutzen. Sollten diese nicht eintreten, dürfte die nächste Phase des Ausstiegs – die erste Leitzinserhöhung – vor Jahresende 2019 anstehen.

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.