



Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

13. März 2020

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
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Unternehmensfinanzierung

Deutliche Verlangsamung im Kreditgeschäft zu erwarten, Q4 noch robust. Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland hat sich im Schlussquartal 2019 noch gut behauptet. Das ausstehende Volumen kletterte um EUR 6,8 Mrd., was einem Plus von 4,9% gegenüber Ende 2018 entspricht. Insbesondere Kredite an Maschinenbau/Auto und Gewerbeimmobilienfirmen schwächelten, dagegen schnitten unternehmensnahe Dienstleistungen und Wohnungsunternehmen stark ab. Bis auf die Landesbanken verzeichneten sämtliche Bankengruppen im Gesamtjahr ein kräftiges Wachstum. Für 2020 ist aufgrund der sich abzeichnenden Rezession mit einer erheblichen Verlangsamung der Kreditdynamik und evtl. einem Schrumpfen der Kredite an das Verarbeitende Gewerbe zu rechnen. Spannend bleibt die Frage, ob die Zinsen – wie in einem Abschwung eigentlich üblich – sinken oder angesichts des extrem niedrigen Ausgangsniveaus nicht sogar steigen werden. Die Banken dürften die Margen jedenfalls beträchtlich anheben und die Kreditstandards verschärfen. Die Kreditnachfrage wird voraussichtlich, nach einem kurzzeitigen Anstieg, spürbar zurückgehen.

Einlagen: zuletzt Flop, perspektivisch top. Anleiheemissionen und Leasing (noch) mit starker Performance. Das Einlagenwachstum ging in Q4 auf 1,1% ggü. Vorjahr zurück, sollte sich in der Rezession aber deutlich beleben. Am Anleihemarkt wurde 2019 das schlechte Vorjahresergebnis wettgemacht, das Leasinggeschäft erreichte sogar einen neuen Rekordwert von EUR 57,4 Mrd.

Konjunktur

Stagnation des deutschen Wirtschaftswachstums im vierten Quartal. Die positiven Wachstumsimpulse der inländischen Verwendungskomponenten kompensierten im Schlussquartal des Jahres 2019 gerade den negativen Außenbeitrag. Die Konjunktur war weiterhin zweigeteilt zwischen in Rezession verharrender Industrie und expandierender Dienstleistungs- und Baubranche. Die sechs aufeinanderfolgenden Quartale schrumpfender Industrieproduktion spiegelten sich auch in den Konjunktur- und Einkommenserwartungen der privaten Haushalte wider und dürften einen Teil der Konsumzurückhaltung in Q4 erklären.

Die Coronavirus-Pandemie stellt gegenwärtig ein immenses Abwärtsrisiko für die Weltwirtschaft dar. Wir haben daher die Prognose für das Wachstum der deutschen Volkswirtschaft auf -0,2% (zuvor 0,7%) im Jahr 2020 gesenkt. Dieser Anpassung liegt die Annahme einer erfolgreichen Eindämmung der Ausbreitungsgeschwindigkeit und einer auf H1 begrenzten Wachstumskontraktion mit Schwerpunkt in Q2 zugrunde. Damit positive Wachstumsimpulse in H2 2020 überwiegen können, bedarf es zudem einer erneuten Belebung des Welthandels, um wieder Schwung in die exportorientierte deutsche Industrie zu bringen.

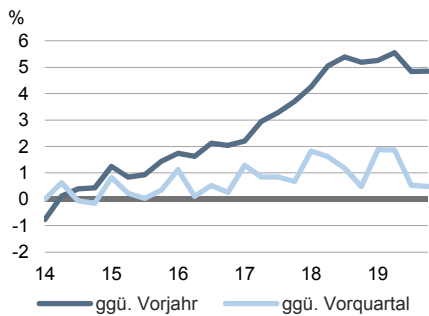


Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1

Unternehmensfinanzierung in Deutschland



* ohne sonstige Finanzinstitute

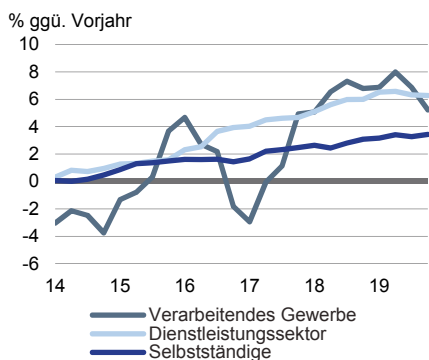
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Kreditvolumen

Im traditionell schwachen vierten Quartal hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland verhältnismäßig solide entwickelt. Das ausstehende Kreditvolumen stieg um EUR 6,8 Mrd. bzw. 0,5%. Verglichen mit dem Stand Ende 2018 ergab sich eine Zunahme um 4,9%. Nach dem Rückschlag im Vorquartal blieb das Wachstum zum Jahresende hin damit zumindest stabil. Allerdings zeigten sich in manchen Bereichen weitere Bremsspuren. Zudem zeichnet sich für 2020 angesichts der zu erwartenden Rezession eine deutlich geringere Kreditdynamik ab. Bei aller Unsicherheit über den Fortgang der gegenwärtigen Krise und dementsprechend kaum belastbaren Prognosen: Die letzten beiden Male, als die deutsche Volkswirtschaft auf Jahressicht schrumpfte, drehte das Kreditwachstum im Nachgang jeweils von einem kräftigen Plus (wie gegenwärtig auch) ins Minus, der Kreditbestand ging spürbar zurück: 2002/03 um kumuliert 9,5%, 2009 um 3,3%. Treiber waren sowohl eine geringere Kreditnachfrage der Unternehmen als auch eine restriktivere Haltung der Banken, die die Kreditstandards verschärften (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

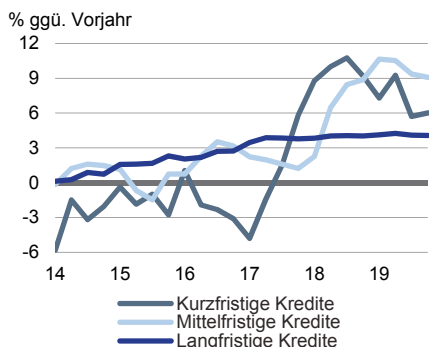


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Überraschend schlecht lief in Q4 das Kreditgeschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen im **Euroraum** als Ganzes. Hier ging das Kreditvolumen sogar um 0,4% (EUR 16 Mrd.) zurück, der 12-Monats-Vergleich reduzierte sich auf +1,5%. Das lag an einer breit angelegten Kontraktion in den meisten Peripheriestaaten, aber auch den Niederlanden, die von Zuwächsen in Frankreich, Deutschland sowie Finnland, Belgien, Österreich und Luxemburg nicht aufgefangen werden konnte.

... nach Fristigkeit*

3



* ohne sonstige Finanzinstitute

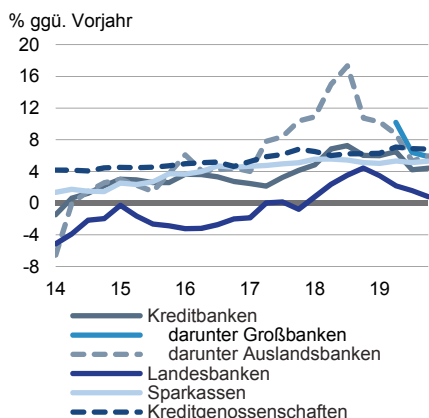
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich der verschiedenen **Branchen** in Deutschland fiel im vierten Quartal das saisonal übliche Minus bei den Krediten an das Verarbeitende Gewerbe deutlich stärker aus als sonst (nur noch +5,2% ggü. Vorjahr). Gleichzeitig hielt die Dynamik in den binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren ungebrochen an. Im Dienstleistungsgewerbe (+6,3%) kletterte der Kreditbestand erstmals auf über EUR 800 Mrd. Nach 15 Jahren weitgehender Stagnation bedeutete das in den letzten vier Jahren einen kräftigen Anstieg um 23%. Auch bei den Selbstständigen setzte sich das höchste Wachstum seit der Einführung des Euro unvermindert fort (+3,4%).

Mit Blick auf die einzelnen Industriebranchen brach in Q4 die Kreditvergabe an Maschinenbau/Auto regelrecht ein (EUR -2,4 Mrd.), gefolgt von Metall (EUR -0,6 Mrd.). Eher unspektakulär lief es in der Chemie, in der Elektrotechnik dagegen relativ gut. Im Gesamtjahr stand für alle Industriebranchen ein deutliches Plus zu Buche. An der Spitze lagen dabei Baustoffe (+15%), dahinter die Elektrotechnik und Chemie (jeweils +9%), während Ernährung und Holz/Papier/Möbel die Schlusslichter bildeten (jeweils +3%).

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im Dienstleistungssektor blieb das Kreditgeschäft mit Wohnungsunternehmen im vierten Quartal robust (EUR +4,2 Mrd.), schnitt aber bei Gewerbeimmobilienfirmen erneut schwach ab (EUR +0,8 Mrd.). Telekom/Beratung/Werbung, die unternehmensnahen Dienstleistungen, legten um den besten Q4-Wert seit 1998 zu (EUR +2,6 Mrd.). Solide entwickelten sich Tourismus/Gastronomie (EUR +0,3 Mrd.) und die Gesundheit (EUR +0,7 Mrd.). Im Jahr 2019 insgesamt verzeichneten ebenfalls sämtliche Branchen einen Anstieg des Kreditvolumens, der bei Telekom/Beratung/Werbung (+11%), Beteiligungsgesellschaften und Wohnungsunternehmen (jeweils +8%) am stärksten und bei Gesundheit und Gewerbeimmobilien (jeweils +3%) am geringsten ausfiel.

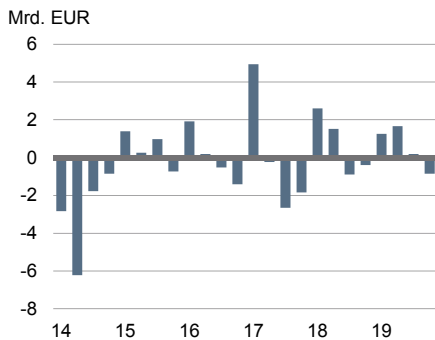
Durchwachsen waren im Schlussquartal die Ergebnisse der übrigen Branchen. Der Handel erholte sich etwas nach den Rückschlägen der Vorquartale (EUR +1,7 Mrd.), auch beim Verkehr lief es ausnahmsweise relativ rund (EUR +0,2 Mrd.). Landwirtschaft und Bau registrierten das saisonal übliche Minus (EUR



Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



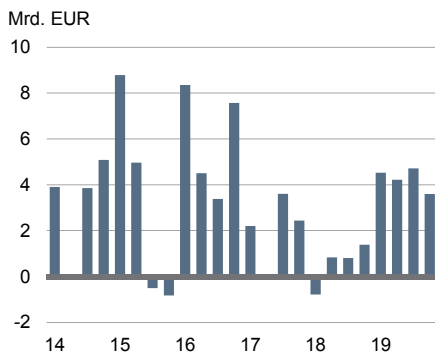
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

-0,6 bzw. -0,3 Mrd.). An der Abschwächung des Wachstumstrends bei Versorgern/Bergbau, die spätestens seit 2017, strukturell aber bereits seit der Finanzkrise festzustellen ist, änderte sich nichts (EUR +0,5 Mrd.). Im Vorjahresvergleich gab es überwiegend ein moderates Plus, mit Ausnahme des starken Baus (+7%) und des Verkehrs, der einzigen Branche mit einem schrumpfenden Kreditvolumen (-1%).

So wie die Gesamtmarkt-Dynamik im vierten Quartal relativ konstant blieb, so bewegte sich auch in den einzelnen **Fristigkeiten**-Kategorien wenig. Kurzfristige Kredite stabilisierten sich nach der jüngsten deutlichen Verlangsamung bei +6% ggü. Vj. Kredite mit einer Laufzeit von 1-5 Jahren expandierten mit einer Rate von 9,1%, längerfristige Ausleihungen um 4,1%.

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6



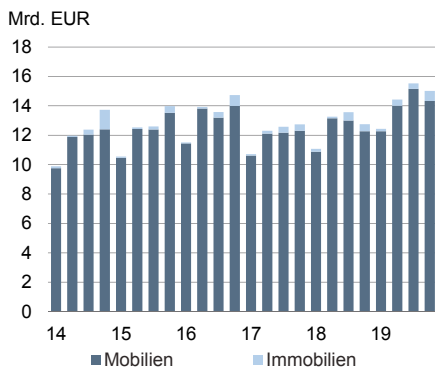
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den verschiedenen **Bankengruppen** hielt die Konvergenz im Großen und Ganzen an, mit Ausnahme der Landesbanken, die weiter zurückfielen (nur noch +0,8% ggü. Vj.). Alle anderen Bankengruppen kommen auf ein Plus zwischen knapp 4% und knapp 7%. Weiterhin führend sind die Genossenschaftsbanken (+6,8%), dahinter die Auslandsbanken (+6%), Großbanken (+5,9%) und Sparkassen (+5,3%). Mit etwas Abstand folgen die Förderbanken (einschließlich DZ Bank) (+3,8%) sowie die inländischen Kreditbanken (+3,6%). Natürlich gibt es bei den Kreditbanken Überschneidungen zwischen den einzelnen Kategorien.

Im Schlussquartal war der Einbruch bei den Krediten an Maschinenbau/Auto im Wesentlichen auf die Großbanken, Auslandsbanken und Landesbanken zurückzuführen. Den Anstieg im Dienstleistungssektor machten wiederum die Sparkassen und Kreditgenossenschaften fast allein unter sich aus. In beiden Fällen entfiel das absolut größte Plus auf die Wohnungsunternehmen, gefolgt von den unternehmensnahen Dienstleistungen. Den Löwenanteil des Kreditzuwachses im Handel konnten die inländischen Kreditbanken für sich verbuchen.

Leasinggeschäft, Neuolumen*

7



* statistischer Bruch in Q1 2017

Quelle: BDL

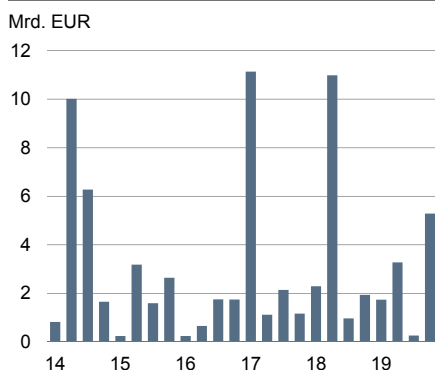
Anderer Finanzierungsquellen

Zwischen Oktober und Dezember lief es bei den Finanzierungsalternativen der Unternehmen gemischt, 2019 insgesamt jedoch relativ ordentlich. Der **Commercial Paper**-Markt von Nichtbanken ist in Q4 üblicherweise rückläufig. So auch 2019, als netto EUR 848 Mio. zurückgezahlt wurden. Im Gesamtjahr standen aber unter dem Strich solide EUR +2,3 Mrd. zu Buche.

Ein gutes Schlussquartal beschloss bei **Unternehmensanleihen** ein gutes Jahr 2019 insgesamt: Die Emission belief sich netto auf EUR 3,6 Mrd. bzw. EUR 17,1 Mrd. Damit konnte das katastrophale Vorjahresergebnis ausgeglichen werden, wozu sicher auch die Wiederaufnahme der Anleihekäufe durch die EZB beigetragen hat. Ähnlich sah es im Euroraum als Ganzes aus: Zum Jahresende hin summierten sich die Emissionen auf robuste EUR 9 Mrd. Über die letzten 12 Monate waren es EUR 61,6 Mrd., ein Anstieg um fast die Hälfte ggü. Vj. und wieder auf der Höhe von 2016/17.

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Das **Leasing** erzielte ein weiteres sehr starkes Quartal, v.a. bei Mobilität. Neu abgeschlossene Verträge in Höhe von EUR 14,3 Mrd. waren der zweitbeste Wert in einem Vierteljahr überhaupt. Allerdings konzentrierte sich der Zuwachs auf wenige Bereiche, insbesondere Luft- & Schienenfahrzeuge und das Pkw-Geschäft, das im Vergleichszeitraum unter dem WLTP-Effekt gelitten hatte. Zwischen Januar und Dezember gab es ein Plus von 13% auf den Rekord von EUR 55,7 Mrd. Weniger spektakulär sah es auf der Immobilienseite aus, wo die Volumina traditionell volatil sind. Q4 kam hier auf EUR 685 Mio., das Gesamtjahr auf EUR 1,6 Mrd. – in beiden Fällen ein recht gutes Abschneiden.

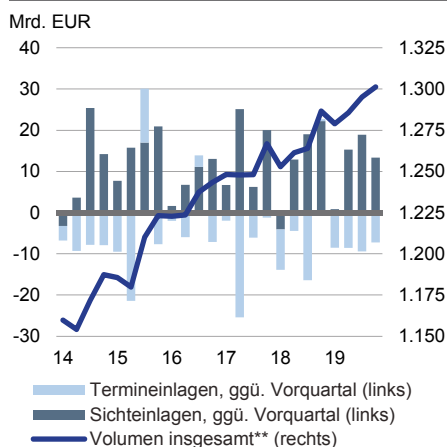
Aktienemissionen fanden in Q4 nur in kleineren Transaktionen statt, Ausnahme (aber kaum marktbewegend) war die Umwandlung einer auslaufenden EUR 4 Mrd. Pflichtwandelanleihe eines Chemie-/Pharmaunternehmens in Eigenkapital. So ergab sich ein Volumen von EUR 5,3 Mrd. für Q4 und EUR 10,6 Mrd. für das Jahr als Ganzes. Damit war 2019 ein relativ durchschnittlicher Jahrgang.



Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
** Enthält Anstieg um EUR 9,4 Mrd. in Q4 14 aufgrund statistischer Umklassifizierungen.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Einlagenvolumen

Die zum Jahresende hin meistens deutlich steigenden Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen erhöhten sich im abgelaufenen Vierteljahr lediglich um EUR 6,1 Mrd. Das etablierte Muster einer Substitution von Termineinlagen (EUR -7,2 Mrd.) durch Sichteinlagen (EUR +13,3 Mrd.) behielt jedoch seine Gültigkeit. Im Gesamtjahr trugen sicherlich auch die immer negativeren Zinsen dazu bei, das Einlagenwachstum auf nur noch 1,1% zu drücken. Bemerkenswert dabei: Die Einlagen der Unternehmen allein stagnieren praktisch schon seit 2015. Lediglich die Einlagen der Selbstständigen haben seitdem kräftig zugelegt, auch dort hat jedoch der Schwung zuletzt nachgelassen. Insgesamt ist für 2020 zumindest kurzfristig angesichts der um sich greifenden Rezessions Sorgen mit einer höheren Liquiditätshaltung und damit kräftiger ansteigenden Einlagen der Unternehmen zu rechnen.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Mit hoher Wahrscheinlichkeit wird der nächste Bank lending survey ein vollkommen anderes Bild zeichnen als der letzte. Dieser zeigte Stabilität mit Blick auf die **Kreditstandards** für Unternehmen in Deutschland. Lediglich die Margen (sowohl für durchschnittliche als auch riskantere Kredite) legten zu, wie netto 6% der Banken vermeldeten. Immerhin 13% berichteten über einen höheren Anteil abgelehnter Kreditanträge. Im Euroraum sah das Bild ähnlich aus, abgesehen von einem Rückgang der Marge für durchschnittliche Kredite (6%).

Die **Kreditnachfrage** der deutschen Unternehmen nahm in Q4 noch leicht zu (6%), was jedoch der schlechteste Wert seit 2016 war. Bei großen Unternehmen gab es im Quartalsvergleich bereits einen Rückgang. Im Euroraum war die Nachfrage auch im Aggregat erstmals seit Ende 2013 rückläufig, wie netto 8% der Banken feststellten.

Die Erwartungen der Banken an das **laufende Quartal** dürften durch die Corona-Pandemie über den Haufen geworfen werden. Tatsächlich ist in der aktuell laufenden nächsten Befragung eine kräftige Verschärfung der Kreditstandards, eine Ausweitung der Margen und zumindest perspektivisch ein signifikanter Rückgang der Kreditnachfrage zu erwarten (kurzfristig dürfte das Vorsichtsmotiv der Unternehmen überwiegen, die ungenutzte Kreditlinien ziehen, um sich gegen Umsatzeinbußen zu wappnen). Dabei ist nicht von gravierenden Unterschieden zwischen den deutschen und allen Banken im Euroraum auszugehen.

Zinssätze

Im Schlussquartal 2019 entwickelte sich das **Zinsniveau** uneinheitlich. Nach den Rekordtiefs in Q3 ging es jetzt in manchen Bereichen wieder etwas aufwärts, so bei neuen Kleinkrediten an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.) um 8 Bp. auf 2,06% und bei Krediten mit einer Zinsbindung > 5 Jahre um 14 Bp. auf 1,21%. Es stiegen auch die Zinsen für größere Kredite (auf 1,17%) und solche mit einer Zinsbindung < 1 Jahr (auf 1,27%), wohingegen sich mittlere Zinsbindungsfristen auf 1,64% verbilligten. Das ist ein Novum in der Zeit seit der Finanzkrise (zuletzt war es 2008 der Fall): Die Zinsstrukturkurve ist mittlerweile derart invers, dass langfristige Festzinskredite günstiger sind als quasi variabel verzinsten Ausleihungen. In der sich abzeichnenden Corona-Rezession ist es offen, ob normale Marktmechanismen immer noch gültig sind, die Zinsen also deutlich sinken werden, oder stattdessen angesichts des begrenzten Abwärtspotenzials die übliche Margenausweitung durch die Banken sogar zu höheren Zinsen führen wird.

Die Zinsen auf **Sicht- und Termineinlagen** erreichten wieder einmal neue Allzeit-tiefs von -5 bzw. -19 Bp., d.h. es gelingt den Banken immer mehr, die Strafzinsen der EZB an ihre (Unternehmens-)Kunden weiterzugeben.

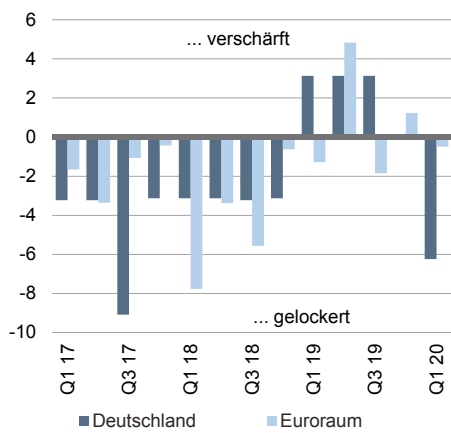
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

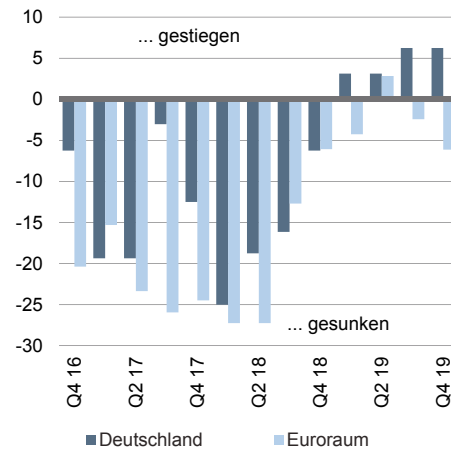


* Q1 20 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

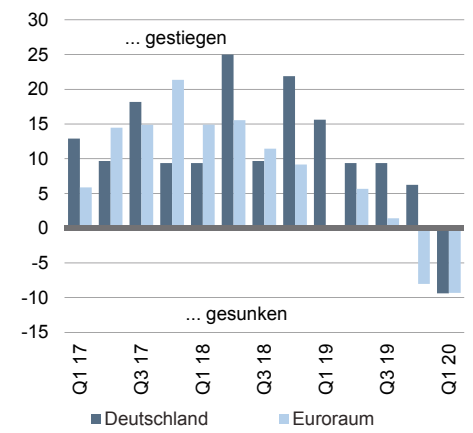
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

12

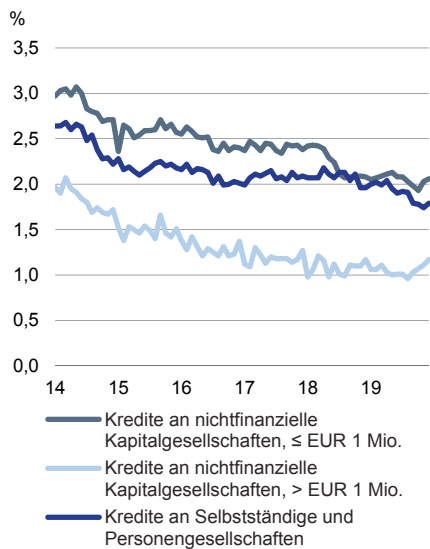


* Q1 20 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

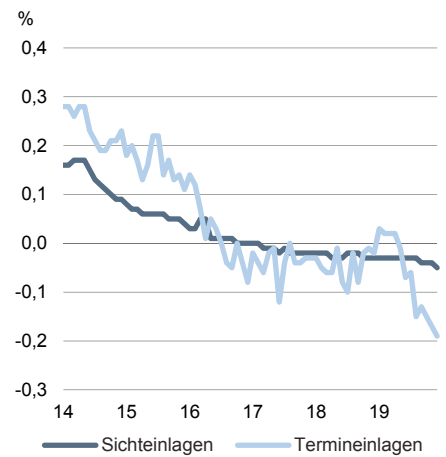
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB



Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

Stagnierende Konjunktur in Q4 2019, Abwärtsrevision der Wachstumsprognose für 2020 auf -0,2%

Deutschland: Konjunkturprognose 16

% gg. Vj.	2019	2020P	2021P
Reales BIP	0,6	-0,2	1,2
Privater Konsum	1,6	0,5	1,2
Staatsausgaben	2,6	1,9	1,3
Anlageinvestitionen	2,6	1,2	1,9
Ausrüstungen	0,6	-1,5	1,4
Bau	3,9	2,7	2,5
Lager, %-Punkte	-0,9	-0,4	0,1
Exporte	0,9	1,4	1,9
Importe	1,9	3,2	2,6
Nettoexport, %-Punkte	-0,4	-0,7	-0,2
HVPI	1,9	1,2	1,3
Staatsverschuldung, % BIP	59,2	58,5	57,2
Arbeitslosenquote, %	5,0	5,1	5,2
Budgetsaldo, % BIP	1,4	-0,3	-0,5
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,8	6,7	6,1

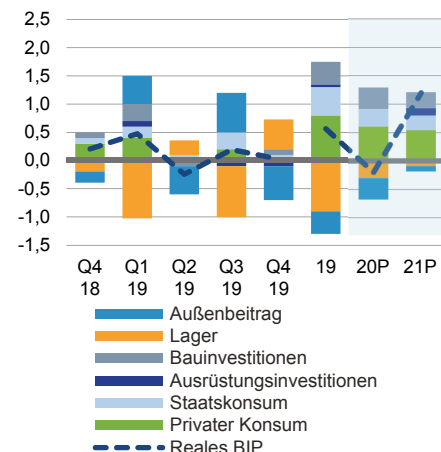
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Die deutsche Wirtschaft stagnierte in Q4 2019, nachdem sie in Q3 noch um 0,2% ggü. Vq. gewachsen war. Positive Wachstumsimpulse kamen in erster Linie von den Vorratsveränderungen sowie vom Bau und den staatlichen Konsumausgaben. Wachstumsdämpfend wirkten hingegen der Außenbeitrag und der Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen.
- Die Zweiteilung der deutschen Konjunktur hielt auch zum Jahresende 2019 an. Die Industrieproduktion sank in Q4 wieder spürbar – das sechste Quartal in Folge. Mit den ökonomischen Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie dürfte die Talsohle nicht vor H2 2020 in Sicht kommen. Konjunkturellen Auftrieb brachten der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe.
- Im Jahr 2020 dürfte das deutsche BIP um -0,2% zurückgehen. Nicht nur die binnenwirtschaftlichen Folgen der Coronavirus-Erkrankungen, sondern vor allem das nun noch schwierigere außenwirtschaftliche Umfeld dürften für unsere Volkswirtschaft nur schwer verdaulich sein, obgleich im Jahr 2020 noch ein positiver Arbeitstageffekt zum Tragen kommt.

Deutsches BIP verharrt in Q4 auf Vorquartalsniveau

Vorratsveränderungen und Bau Hauptwachstumstreiber in Q4 17

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Im Schlussquartal des Jahres 2019 stagnierte die deutsche Wirtschaft im Vorquartalsvergleich angesichts des anhaltend schwierigen außenwirtschaftlichen Umfeldes. Die insgesamt blutleere konjunkturelle Entwicklung der zurückliegenden Quartale ist auf die Produktionsschwäche in der exportlastigen Industrie zurückzuführen. Zum Jahresende dauerte deren Rezession nun bereits sechs Quartale an. Die Talsohle dürfte infolge der negativen ökonomischen Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie wohl erst in H2 2020 erreicht werden. Wachstumsstützend wirkten im Schlussquartal des vergangenen Jahres hingegen der binnenwirtschaftlich orientierte Dienstleistungssektor und die expandierende Baubranche.

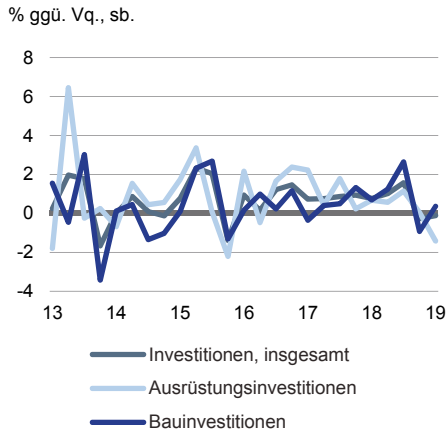
Damit setzte sich die Zweiteilung der wirtschaftlichen Entwicklung weiter fort. Das spiegelt auch die Verwendungsseite der deutschen Volkswirtschaft wider. Im Vorquartalsvergleich konnten die positiven Wachstumsbeiträge der inländischen Verwendung den negativen Außenbeitrag gerade kompensieren. Nach einem soliden Vorquartalswachstum (Q3: 0,5% ggü. Vq.) stagnierte der private Verbrauch in Q4. Der staatliche Konsum legte nach einem starken Vorquartal (Q3: 1,3% ggü. Vq.) nochmals um 0,3% ggü. Vq. zu. Beide Komponenten leisteten insgesamt einen Wachstumsbeitrag von 0,1 %-Punkten. Bei den Investitionen stützte der Bau das Quartalswachstum mit 0,1 %-Punkten, während die Ausrüstungsinvestitionen mit -0,1 %-Punkten dämpften. Der Rückgang ist wie schon im Vorquartal zum Teil auf einen Sondereffekt der staatlichen Ausrüstungsinvestitionen zurückzuführen. Der kräftige Lageraufbau stützte das Quartalswachstum mit 0,6 %-Punkten in Q4 spürbar. Hierbei dürfte sich vor allem eine Gegenbewegung zum starken Abbau in der Vorperiode positiv ausgewirkt haben. Demgegenüber dämpften die Nettoexporte mit -0,6 %-Punkten ggü. Vq. Hier hat die globale Konjunkturverlangsamung mit einer Verringerung der Exportnachfrage deutliche Spuren hinterlassen. Zudem litten in Q4 vor allem die deutschen Ausfuhren in das Vereinigte Königreich, was angesichts der dortigen Wachstumsverlangsamung nicht verwundern kann. Mit der Bekanntgabe der Detailergebnisse zu Q4 bestätigte das Statistische Bundesamt auch die vorläufig gemeldete Jahreswachstumsrate des deutschen BIP von 0,6% für das Jahr 2019, nach 1,5% im Vorjahr.



Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

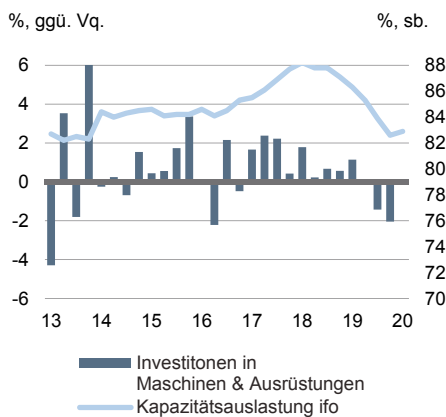
Ausrüstungsinvestitionen in Q4 weiter unter Druck, Bau solide

Investitionen in Q4 schwach - Bau aufwärtsgerichtet, Ausrüstungen bremsen 18



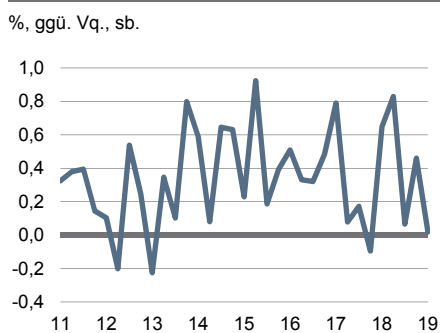
Quelle: Statistisches Bundesamt

Kapazitätsauslastung in Q4 stabilisiert 19



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Private Konsumausgaben in Q4 unverändert 20



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Bruttoanlageinvestitionen schrumpften in Q4 mit -0,2% ggü. Vq. Ursächlich dafür war ein Rückgang der Investitionen in Maschinen und Anlagen um 2% ggü. Vq. (rev. Q3: -1,4%), der insbesondere von den staatlichen Ausrüstungen (Q4: -17,7% ggü. Vq., Q3: -21,3%, Q2: +47,8%) getrieben wurde. Gleichwohl schrumpften auch die Ausgaben der nichtstaatlichen Sektoren für diesen Investitionsbereich um 0,8% ggü. Vq. Angesichts der anhaltenden Schwäche in der deutschen Industrie und dem eingetrübten Wirtschaftsausblick kam die anämische Entwicklung nicht unerwartet. Auf Jahressicht steht einer stärkeren Belebung der privaten Ausrüstungsinvestitionen eine ganze Reihe von Risiken entgegen. In erster Linie ist die starke Verunsicherung über die globalen ökonomischen Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie zu nennen. Zudem laufen z.B. die Post-Brexit-Verhandlungen und stehen potenzielle Strafzölle auf Kraftfahrzeugausfuhren in die USA noch immer im Raum. Im laufenden Jahr dürften die Ausrüstungsinvestitionen im Jahresdurchschnitt sogar um 1,5% sinken, ehe sie 2021 mit ca. 1,4% wieder leicht ansteigen.

Die Bauinvestitionen expandierten in Q4 2019 um 0,6% ggü. Vq. und konnten damit sogar etwas an Dynamik im Vergleich zu Q3 (0,4% ggü. Vq.) gewinnen. Wachstumsmotor waren in erster Linie die nichtstaatlichen Bauinvestitionen in Fabriken und Bürogebäude (2,2% ggü. Vq.), aber auch die Investitionen in Wohnbauten konnten mit 0,6% ggü. Vq. zulegen. Die staatlichen Bauinvestitionen verzeichneten hingegen einen Quartalsrückgang. Die Ausgaben für den Wohnungsbau schrumpften in Q4 mit -1,1% ggü. Vq. und die staatlichen Investitionen in Nichtwohnbauten (Schulen, Krankenhäuser usw.) gingen mit -2,9% ggü. Vq. zurück. Ein Haupthinderungsgrund für die zügige Fertigstellung von Bauprojekten ist nach wie vor der große Fachkräftemangel. Die anhaltend hohen Kapazitätsauslastungen im Bauhauptgewerbe wie auch im Hochbau von rund 80% dürften eine generelle Beschleunigung kaum zulassen und auch den Beginn neuer Bauvorhaben verzögern.

Private Konsumausgaben ohne Dynamik in Q4

Nach einem soliden Vorquartalswachstum (Q3: 0,5% ggü. Vq.) stagnierte der private Verbrauch zum Ende des Jahres 2019. Die in Q4 ebenfalls unveränderten Einzelhandelsumsätze signalisierten dies zuvor. Zwar hat sich die Beschäftigungs- und Einkommenssituation der privaten Haushalte im Schlussquartal 2019 insgesamt noch nicht verschlechtert, aber die Konjunktur- und insbesondere die Einkommenserwartungen (Q4: 39,8 ggü. Q3: 49,2) waren laut GfK-Umfrage merklich eingetrübt. In der Folge der Konsumzurückhaltung stieg die Sparquote in Q4 auf 11,2% (Q3: 10,9%).

Die gute Arbeitsmarktlage zeigte sich in Q4 unter anderem in einem neuen Rekordwert bei den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten von knapp 33,7 Mio. (+1,4% ggü. Vj.) sowie in einer niedrigen Arbeitslosenquote von 5%. Auch die Gesamtzahl der Erwerbstätigen erreichte in Q4 nochmals einen neuen Höchststand von gut 45,3 Mio. und lag damit um 0,7% oder 301.000 Personen höher als ein Jahr zuvor. Die allgemein soliden Lohnzuwächse (Q4: 2,4% ggü. Vj., einschl. aller Nebenvereinbarungen) stützten die Einkommen der privaten Haushalte und die im Jahresdurchschnitt 2019 auf 1,4% (2018: 1,8%) gesunkene Inflationsrate stärkte die reale Kaufkraft.

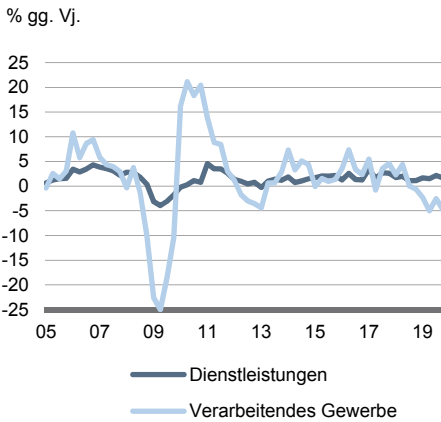
Basierend auf der guten Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung waren die privaten Konsumausgaben mit einem Plus von 1,6% ein wichtiger Motor des Wirtschaftswachstums im Jahr 2019. Zu Jahresbeginn 2020 dürfte der private



Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

Industrierezession zeigt sich in der rückläufiger Bruttowertschöpfung

21

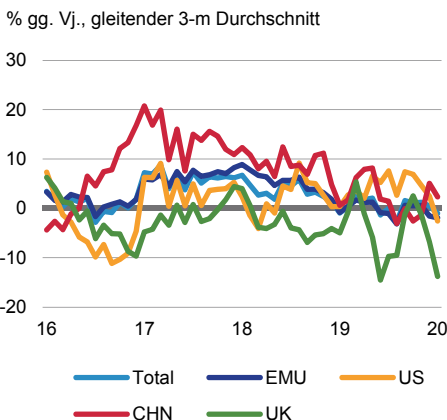


Quelle: Deutsche Bundesbank

Verbrauch gut gestartet sein, wie die Januarzahlen zu den Einzelhandelsumsätzen andeuten. Im Zusammenhang mit dem Auftauchen der ersten Corona-Infektionen kam es zudem laut Presse im Februar und März verstärkt zu Vorratskäufen. Für die weitere Entwicklung ist entscheidend, wie erfolgreich die weitere Ausbreitung der Corona-Pandemie eingedämmt werden kann. Gegenwärtige Maßnahmen umfassen das ersatzlose Absagen von zahlreichen Großveranstaltungen und Warnungen vor unnötigen Reisen in Ausbreitungsgebiete. Damit wird auch der private Konsum gedämpft, was sich vor allem in Q2 2020 bemerkbar machen dürfte. Aufgrund der Neuartigkeit des Krankheitserregers herrscht zudem spürbare Verunsicherung unter den Konsumenten, die eine Kaufzurückhaltung fördern könnte. Das gilt umso mehr, je länger die vorbeugenden Maßnahmen in Kraft bleiben müssen und damit auch die deutschen Unternehmen belasten, sodass schließlich auch Einkommenssorgen hinzukommen können. Hier sind die aktuellen Erleichterungen für den Bezug von Kurzarbeitergeld (Einbeziehung Leiharbeit, Verlängerung Bezugsdauer auf 24 Monate, Herabsetzung der Schwelle betroffener Mitarbeiter auf 10% von zuvor 30%) ein wichtiger Schritt zur Beruhigung. Bei einer geschätzten Zahl von 124.000 Kurzarbeitern im März 2020 sind wir aber noch weit von den Größenordnungen während der Finanzmarktkrise 2009 entfernt. Damals waren im Mai fast 1,5 Mio. Beschäftigte in Kurzarbeit. Auch der starke Rückgang der Ölpreise im März 2020, auf zuletzt unter 40 USD pro Barrel (Q4: 63,4 USD), stützt die realen Einkommen.

Deutsche Ausfuhr nach Regionen

22



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Industrie in Rezession, Bau und Dienstleistungen in Q4 solide

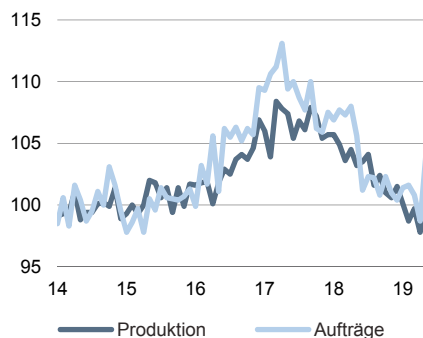
Die Rezession in der deutschen Industrie hielt auch im Schlussquartal 2019 an. Mit einem Rückgang von -2% ggü. Vq. (Q3: -0,9%) sank die Produktion nochmals spürbar. Im Gesamtjahr 2019 belief sich der Produktionsrückgang auf -5%. Dies war der erste Jahresrückgang seit 2013 und der stärkste seit 2009. Die Rezession in der Industrie setzte bereits in Q3 2018 ein und dauert nun schon sechs Quartale in Folge an.

Vor dem Ausbruch des Coronavirus in China und dessen seither anhaltender Verbreitung in vielen Industrieländern waren Zeichen zu erkennen, dass die deutsche Industriekonjunktur zu Jahresbeginn 2020 wieder anziehen könnte. Die Auftragseingänge hatten sich in der zweiten Jahreshälfte von 2019 stabilisiert. Ferner hatte sich der Rückgang des Auftragsbestandes verlangsamt. Auch die Geschäftserwartungen bewegten sich nach Erreichen des Tiefpunkts im September nach oben. Zudem nahm die Kapazitätsauslastung zu Beginn von 2020 erstmals seit zwei Jahren wieder zu. Auch der Jahresauftakt 2020 fiel durchaus positiv aus. Noch im Dezember 2019 gaben sowohl die inländische Produktion als auch die Aufträge in der Industrie stark nach. Dabei spielte die arbeitnehmerfreundliche Lage der Feiertage Ende 2019 eine Rolle; diese Arbeitstageeffekte wurden von den statistischen Saisonbereinigungsverfahren offenkundig nur unvollständig berücksichtigt. Im Januar 2020 konnten diese Rückgänge jedoch mehr als ausgeglichen werden.

Industrieproduktion in Q4: Weiterhin kein Ende der Schwäche

23

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Letztlich sind diese Daten für Januar jedoch nur eine Rückschau auf die Zeiten vor dem Ausbruch des Coronavirus. Die negativen Effekte der Pandemie für die Auftragseingänge, den Außenhandel oder die Produktion werden frühestens in den Februar-Daten und den Monaten danach zu sehen sein, die ab April veröffentlicht werden. Wir erwarten, dass die Einbußen bei der Industrieproduktion in Deutschland vor allem im März und April 2020 besonders tief sein werden. Nach unserer Einschätzung dürfte das ohnehin niedrige durchschnittliche Produktionsniveau von 2019 auch im Mai und im Juni noch nicht wieder erreicht sein. Erst danach setzt in unserem wahrscheinlichsten Szenario eine konjunkturelle Erholung ein. In Summe rechnen wir gegenwärtig mit einem Produktionsrückgang um -4% im Jahr 2020.



Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

Sollte die Erholung im Verarbeitenden Gewerbe in H2 2020 eintreten, würde es zum Jahreswechsel 2020/21 zu einem hohen statistischen Überhang kommen. So könnte die Industrieproduktion im Jahresdurchschnitt von 2021 um etwa 8% steigen. Allerdings wäre selbst bei einem solch kräftigen Anstieg das Produktionsniveau von 2018 noch nicht wieder erreicht.

Corona-Pandemie dürfte deutsche Wirtschaft im Jahr 2020 schrumpfen lassen

Angesichts der zu erwartenden negativen globalen wie auch binnenwirtschaftlichen Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie haben wir unsere BIP-Prognose für Deutschland deutlich nach unten angepasst. Wir erwarten nun im Jahr 2020 einen Rückgang der Wirtschaftsleistung um -0,2%. Dieser Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass Eindämmungsmaßnahmen erfolgreich sind und zu einer hinreichenden Verzögerung der Ausbreitungsgeschwindigkeit führen, sodass die medizinische Versorgung erkrankter Personen gewährleistet bleibt. Dies dürfte eine wichtige psychologische Schwelle für die Entwicklung des wirtschaftlichen Sentiments darstellen. Zudem sollte eine Wachstumskontraktion auf H1 begrenzt bleiben, mit einem Schwerpunkt in Q2. Damit positive Wachstumsimpulse in H2 2020 wieder überwiegen können, bedarf es zudem einer Belebung des Welthandels, um wieder Schwung in die exportorientierte deutsche Industrie zu bringen. Hingegen würde eine drastische Verschlechterung der epidemiologischen Lage auch eine weitere Prognoseanpassung erfordern.

Über die besondere Fragilität der wirtschaftlichen Entwicklungsperspektiven im Jahr 2020 hatten wir bereits in unserem „Ausblick 2020 – Vorsicht, zerbrechlich!“ berichtet.

EZB unter Erwartungsdruck angesichts der Corona-Krise

Um die negativen ökonomischen Folgen der Verbreitung des Coronavirus zu dämpfen, senkten die amerikanische Fed (3. März 2020: -50 Bp) und die Bank of England (11. März 2020: -50 Bp) jüngst ihre Leitzinsen und trafen Maßnahmen zur Stützung der Liquiditätsversorgung von Unternehmen. Da auch die Eurozone von der Pandemie betroffen ist, wurden auch von der EZB stützende Maßnahmen erwartet, wenngleich deren Spielraum vergleichsweise begrenzt ist. Bereits jetzt sind die negativen Nebenwirkungen ihrer anhaltend expansiven Geldpolitik spürbar.

Da sich aber der wirtschaftliche Ausblick für das Jahr 2020 in der Eurozone stark eingetrübt hat (DB-Prognose für BIP: -0,1%), die Finanzierungsbedingungen restriktiver geworden sind und zudem der Zusammenbruch des Ölkartells OPEC+ für zusätzliche Verunsicherung gesorgt hat, sah sich die EZB zum Handeln veranlasst. Laut Presseerklärung vom 12. März wird die EZB ihr laufendes Anleihekaufprogramm um weitere EUR 120 Mrd. bis zum Jahresende 2020 ausweiten und sich dabei auf den privaten Sektor konzentrieren. Zudem soll mit zusätzlichen langfristigen Refinanzierungsgeschäften (LTROs) Liquidität für das Finanzsystem bereitgestellt werden, bis weitere gezielte Maßnahmen (TLTRO III) von Juni 2020 bis zum Juni 2021 in Kraft treten werden. Auslaufende Titel des APP werden weiterhin in vollem Umfang reinvestiert. Darüber hinaus ließ die EZB den Leitzins und den Einlagenzinssatz unverändert.

Eine umso nachhaltigere Marktwirkung könnte erreicht werden, wenn die geldpolitischen Lockerungen von fiskalpolitischen Maßnahmen flankiert werden. Das Eurogruppentreffen am 16. März wäre eine Gelegenheit, entsprechend koordinierte finanzpolitische Schritte zu unternehmen.

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



Die Ruhe vor dem Sturm: Kreditvergabe und Konjunktur in Q4 2019

© Copyright 2020. 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.