



Monitor Unternehmensfinanzierung

Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

4. März 2015

4. Quartal 2014

Autoren

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

Heiko Peters
+49 69 910-21548
heiko.peters@db.com

Editor

Jan Schildbach

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
Ralf Hoffmann

Unternehmensfinanzierung

Weiter schwache Kreditentwicklung. Auch zum Jahresausklang ist das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen nicht aus der Stagnation herausgekommen. Im Quartalsvergleich gab es erneut ein leichtes Minus von 0,1%. Dahinter verbergen sich jedoch deutliche Unterschiede nach Branchen: Kredite an das Verarbeitende Gewerbe beschleunigten ihre Talfahrt, während es mit dem Dienstleistungssektor ein solides Plus gab. Insgesamt ein enttäuschendes Ergebnis, zumal die Banken von deutlich gelockerten Konditionen und geringeren Margen berichteten. Nach Bankengruppen mussten die öffentlich-rechtlichen Institute einen Rückschlag hinnehmen; dagegen schnitten in- und ausländische Kreditbanken und vor allem die Genossenschaftsbanken erneut besser ab. Überraschenderweise verzeichnete das Einlagengeschäft weiteres Wachstum, trotz der Einführung negativer Zinssätze bei einzelnen Banken. Die meisten Kreditkategorien sahen einen weiteren, wenn auch etwas langsameren Rückgang der Zinsen auf neue historische Niedrigstwerte.

Bei den Finanzierungsalternativen hielt der positive bzw. sehr positive Trend bei Unternehmensanleihen und im Leasing zwischen September und Dezember an. Commercial Paper schrumpften kaum noch; das Emissionsvolumen am Aktienmarkt fiel dagegen nach einem besseren Sommerhalbjahr auf das schwache Durchschnittsniveau der letzten Jahre zurück.

Konjunktur

Deutliche Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums für 2015P: 2,0%. Das deutsche BIP wuchs im Q4 überraschend stark (+0,7% gg. Vq.) und beendete die Stagnationsphase des Sommers. Hauptwachstumstreiber war die Binnenwirtschaft. Der private Konsum expandierte dank des Einbruches des Ölpreises und der positiven Arbeitsmarktentwicklung kräftig. Die Bruttoinvestitionen waren insgesamt wachstumsneutral, da der Rückgang beim Lagerabbau den Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen kompensierte. Die Bauinvestitionen wuchsen kräftig. Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen auch wieder etwas. Vom Außenhandel kamen moderate Wachstumsimpulse, dämpfend wirkten die Russland/Ukraine-Krise und die strukturell bedingte, schwache Entwicklung des Welthandels.

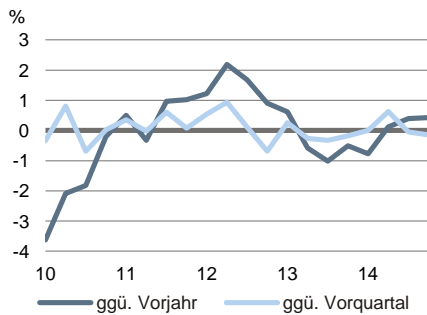
Unsere BIP-Prognose für das Jahr 2015 haben wir kürzlich auf 2,0% angehoben. Dies geht auf den überraschend kräftigen Ölpreiseinbruch und die deutliche Abschwächung des handelsgewichteten Euro zurück. Im Dezember lag unsere BIP Prognose noch bei 1,0%. Der Hauptwachstumstreiber dürfte 2015 erneut die Binnenwirtschaft sein. Der private Konsum dürfte mit etwas über 2% so stark wie seit 3 Jahren nicht mehr wachsen. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften sich im Jahr 2015 moderat erholen, hauptsächlich dürfen aber noch Ersatzinvestitionen getätigt werden. Bauinvestitionen dürften dank eines dynamischen Wohnungsbaus solide wachsen. Die Nettoexporte werden wohl auch etwas zum Wachstum beitragen.



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

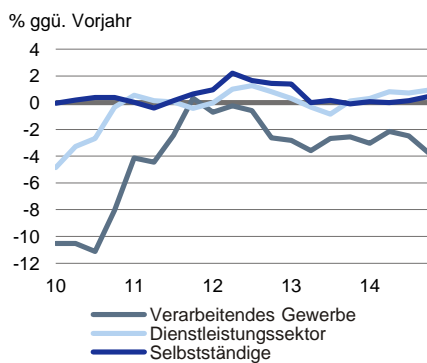
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Auch das Schlussquartal des letzten Jahres brachte keine Belebung des Kreditgeschäfts mit deutschen Unternehmen und Selbstständigen. Das Volumen schrumpfte – bereinigt um umfangreiche Umklassifizierungen in der Statistik – erneut leicht um 0,1% (EUR 1,7 Mrd.) gegenüber Vorquartal. Angesichts des guten Q2-Werts blieb der Vorjahresvergleich dennoch im Plus, bei bescheidenen 0,4%. Der Kontrast zwischen einer schleppenden Kreditvergabe und einer (trotzdem) anziehenden Konjunktur verstärkte sich somit im vierten Quartal (zu den Details der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung siehe Teil 2 im Anschluss). Nach mehreren Auf- und Abwärtsbewegungen über die letzten 15 Jahre liegt der Kreditbestand damit bemerkenswerterweise weiterhin etwa auf dem Niveau zur Zeit der Einführung des Euro 1999.

... nach Branche

2



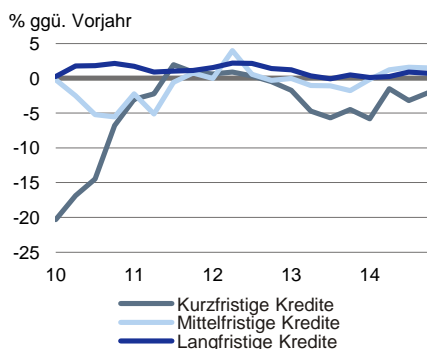
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** insgesamt fällt dieser Vergleich vollkommen anders aus. Hier steht über diesen Zeitraum, trotz der Schwäche der letzten Jahre, immer noch ein Anstieg von satten rund 90% in den Büchern. Gleichzeitig setzt sich am aktuellen Rand die allmähliche Stabilisierung fort: Das Kreditvolumen mit Unternehmen reduzierte sich zwischen September und Dezember nur noch um 0,3% und auch der Vergleich mit dem Vorjahr sieht mittlerweile wesentlich besser aus als noch Ende 2013 (-1,6% ggü. -4,2%).

Bei der Betrachtung der einzelnen **Sektoren** in Deutschland sind überraschend große Unterschiede festzustellen. Der Abwärtstrend bei den Krediten an das Verarbeitende Gewerbe beschleunigte sich mit einem beträchtlichen Rückgang von EUR 4,2 Mrd. ggü. Vj. (-3,7% ggü. Vj.) sogar nochmals. Offenbar ist die Gewinnlage vieler Unternehmen so ausgezeichnet, dass die Ausweitung des Geschäfts auch ohne Kreditfinanzierung gelingt und aus vorhandener Liquidität bestritten werden kann. Gleichzeitig gab es im Dienstleistungssektor einen ordentlichen Zuwachs von EUR 4,8 Mrd. und der Jahresvergleich verbesserte sich auf 0,9%. Die Kredite an Selbstständige verzeichneten in Q4 einen leichten Anstieg (0,5% ggü. Vj.).

... nach Fristigkeit*

3



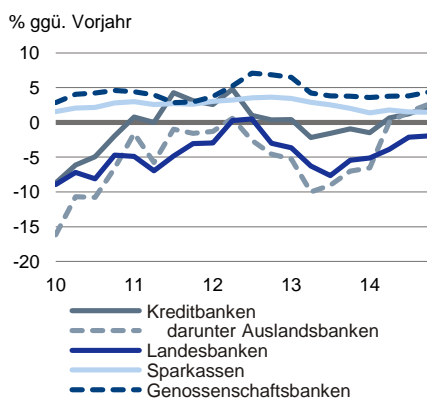
* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Mit Blick auf einzelne Wirtschaftszweige wird dieser Kontrast noch deutlicher. Mit einer einzigen Ausnahme (Metall: +0,2%) gab es bei sämtlichen Branchen des Verarbeitenden Gewerbes im letzten Quartal einen Rückgang des Kreditvolumens, von teils gravierendem Ausmaß: Textil -9,8% (der schärfste Einbruch seit Beginn der Statistik 1989!); Papier/Druck/Möbel -5,9%; Maschinenbau/Auto -5,8%; Chemie -4,4%. Auch die meisten Branchen außerhalb der Industrie und des Dienstleistungsgewerbes legten den Rückwärtsgang ein – während das Minus beim Bau (-0,8%) noch saisonal üblich war, überraschte es beim Handel (-1,8%) dagegen schon. Bei den insgesamt starken Dienstleistungen überzeugten v.a. Telekom/Beratung/Werbung (die unternehmensnahen Dienstleistungen) (+2,1%), das sonstige Grundstückswesen (+0,7%) und die Vermietung beweglicher Sachen (+12,9%). Offenbar hat die zum 1. Januar erfolgte Einführung des gesetzlichen Mindestlohns zumindest vorab keine größeren Spuren im Dienstleistungssektor hinterlassen.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich **Fristigkeiten** entsprach das Schrumpfen der kurzfristigen Kredite im vierten Quartal dem jahreszeitlich Üblichen. Bei den Laufzeiten zwischen 1 und 5 Jahren gab es wenig Bewegung und bei dem in absoluten Zahlen bedeutendsten Segment, den längeren Fristigkeiten, einen weiteren moderaten Zuwachs (+0,7% ggü. Vj.). Dabei dürfte die gerade bei langen Zinsbindungsfristen aus Unternehmenssicht so außerordentlich vorteilhafte Entwicklung der Zinsen in den letzten Monaten sicherlich eine Rolle gespielt haben.

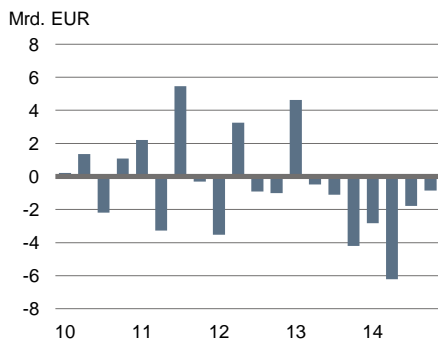
Bei den unterschiedlichen **Bankengruppen** erlebte die Säule der öffentlichen Kreditinstitute einen Rückschlag – bei den Landesbanken verringerte sich das Kreditbuch zum Jahresende hin um 0,4% ggü. Vj.; bei den Spar-



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

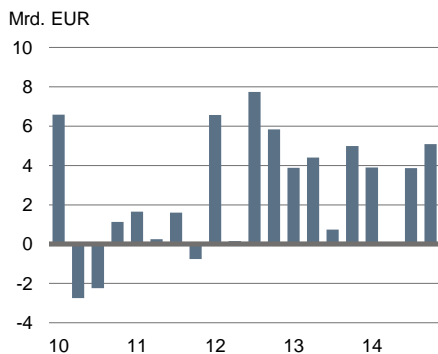
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

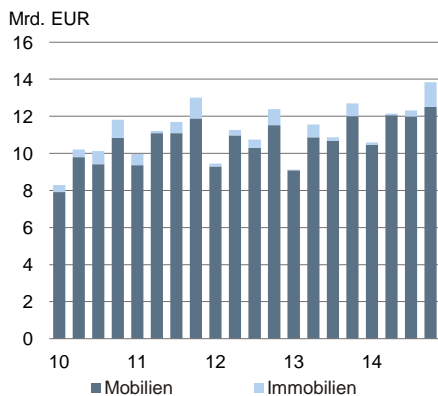
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuvolumen

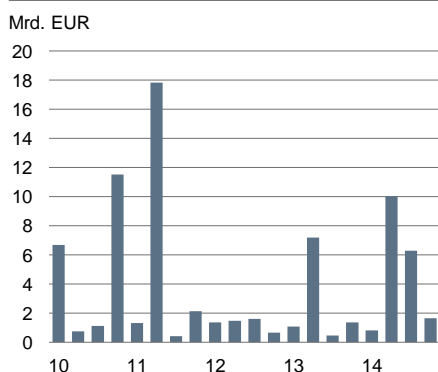
7



Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

kassen stagnierte es. Noch stärker auf dem Rückzug befinden sich die staatlichen Förderbanken (-2,1%). Dagegen setzte sich der positive Trend bei den Auslandsbanken fort (+0,4%) und die inländischen Kreditbanken schnitten sogar noch etwas besser ab (+0,6%). Weiterhin einsam an der Spitze ziehen die Genossenschaftsbanken ihre Kreise (+1%). Die Marktanteile verteilen sich damit gegenwärtig wie folgt: Sparkassen 28%, Kreditbanken 25% (davon inländische 17%, im Auslandsbesitz befindliche 8%), Genossenschaftsbanken 19,5%, Landesbanken 14% und Förderbanken 6%.

Andere Finanzierungsquellen

Während das Kreditgeschäft einmal mehr trotz guter Konjunktorentwicklung nicht vorankam, verlief Q4 bei den alternativen Finanzierungsmöglichkeiten verhältnismäßig gut. **Commercial Paper** verringerten sich zwar zum mittlerweile siebenten Mal in Folge, doch war das Minus mit nur EUR 0,8 Mrd. überschaubar – ein versöhnlicher Jahresausklang. Aufgrund des sehr schwachen H1 schloss 2014 dennoch mit dem zweitschlechtesten Ergebnis seit der Wende ab.

Die Emission von **Unternehmensanleihen** durch deutsche Firmen blieb weiterhin solide. Mit einem Volumen von netto EUR 5,1 Mrd. wurde im vierten Quartal der beste Wert seit zwei Jahren erzielt, auch insgesamt fiel 2014 nur etwas schwächer aus als das gute Vorjahr. Im Euroraum insgesamt flaute die Emissionsaktivität um einiges stärker ab (-24%) und lag nur noch auf der Hälfte des 2012er Niveaus, blieb aber im historischen Vergleich ebenfalls robust.

Das **Leasinggeschäft** wächst mittlerweile wieder sehr dynamisch. Seit 2010, dem Tiefpunkt nach der Finanzkrise, hat das Volumen der neuen Vertragsabschlüsse um mehr als 20% zugelegt und im vergangenen Jahr wurde erstmals seit 2009 auch wieder ein Anstieg im Immobilienleasing ggü. Vj. registriert. In Q4 überschritt das Immobilienleasing zum ersten Mal seit drei Jahren wieder die Milliardengrenze (EUR 1,3 Mrd.); das Mobilitätsleasing verzeichnete mit EUR 12,5 Mrd. den besten Wert seit 2008 (besonders stark schnitt dabei das Pkw-Geschäft ab).

Nach zuletzt einigen Hoffnungsschimmern wurde das Geschäft mit **Aktienemissionen** im vierten Quartal auf den Boden der Tatsachen zurückgeholt. Mit EUR 1,7 Mrd. war es ein dürftiger Abschluss eines ansonsten durchaus recht erfolgreichen Jahres (+86% ggü. Vj.), der als solcher aber völlig im Durchschnitt früherer Quartalswerte lag. Dass der Dax einmal mehr ein neues Rekordhoch von über 10.000 Punkten erreichte, scheint mögliche Emittenten auch weiterhin nicht beeindruckt zu haben – offenbar braucht es noch wesentlich mehr als „nur“ eine gute Kurs-Performance, um sie aus der Reserve zu locken.

Einlagenvolumen

Obwohl mittlerweile mehrere, auch namhafte Institute angesichts der Politik der EZB ihren Firmenkunden teilweise negative Einlagenzinsen berechnen, hat sich das Einlagengeschäft mit deutschen Unternehmen und Selbstständigen paradoxerweise zum Jahresende hin weiter belebt. Das Volumen stieg (bereinigt) um EUR 6,5 Mrd. oder 0,55% ggü. Vq. – dies war seit über drei Jahren das erste Mal, dass der Einlagenbestand zwei Quartale in Folge zulegte. Vor dem Hintergrund des extremen Zinsumfelds bleibt eine gewisse Skepsis dennoch angebracht, ob sich diese Entwicklung verstetigen wird; andererseits scheinen die deutschen Firmen auch weiterhin ihr Portemonnaie konsequent zusammenzuhalten und nur zurückhaltend investieren zu wollen. Nichts geändert hat sich hingegen an der Präferenz für Sichteinlagen (EUR +14,2 Mrd.) ggü. Termineinlagen (EUR -7,7 Mrd.).

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

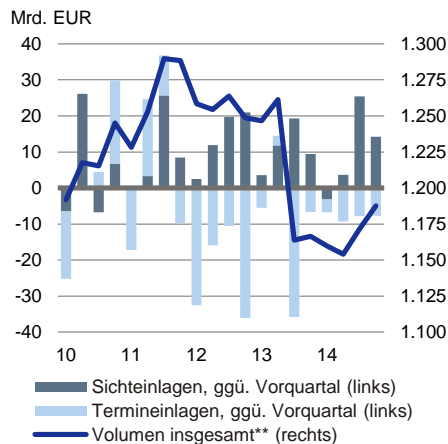
Bei den **Kreditvergabebedingungen** ist zwischen den Kreditstandards und den Kreditkonditionen zu unterscheiden. Die Kreditstandards beziehen sich auf die grundsätzlichen internen Richtlinien, mit welchen Kunden und in welcher Form



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

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 Banken prinzipiell Geschäfte tätigen wollen. Entgegen der eigenen ursprünglichen Prognose der Banken blieben die Kreditstandards für Unternehmen im vergangenen Quartal unverändert. Davon unabhängig sind die Kreditkonditionen, die die konkreten Bedingungen/Konditionen bei tatsächlich ausgereichten Krediten betreffen. Hier gab es in Q4 erneut einen beträchtlichen Rutsch in den meisten Komponenten, von den Margen für durchschnittliche ebenso wie für riskantere Kredite (berichtet von netto 22% bzw. 13% der Institute) bis hin zu den Fristigkeiten (10%). Auch die Anforderungen mit Blick auf Covenants oder die Höhe des Kredits wurden abgeschwächt. Erstaunlicherweise vermeldeten die Banken jedoch weder eine spürbare Zunahme des Wettbewerbs von innerhalb oder außerhalb der Branche noch eine Verbesserung ihrer Refinanzierungssituation oder Risikoeinschätzung, die sie zu dieser Lockerung veranlasst haben könnten.

Im Euroraum insgesamt war die Entwicklung im Großen und Ganzen ähnlich, auch wenn hier 5% der Banken über eine Lockerung der allgemeinen Standards, aber nur 2% über geringere Margen bei riskanteren Krediten berichteten.

Hinsichtlich der **Kreditnachfrage** in Deutschland war laut Bank lending survey ein ungewöhnliches Phänomen zu beobachten: Die Nachfrage der Unternehmen entwickelte sich ausnahmsweise deutlich besser als von den Banken erwartet. Statt eines Rückgangs verbuchten 22% der Institute einen Zuwachs, welcher allerdings ausschließlich vonseiten großer Firmen kam, während die Nachfrage der KMUs weiter leicht rückläufig war. Ganz ähnlich das Bild im Euroraum insgesamt, wo unter dem Strich 18% der Banken eine größere Nachfrage verzeichneten. In Deutschland nahm zudem allein die Nachfrage nach langfristigen Krediten zu, getrieben von einem höheren Bedarf zur Finanzierung von Investitionen, für Übernahmen und Umschuldungen (jeweils genannt von 13-16% der Banken). Die gemeldete Belebung der Kreditnachfrage steht allerdings so nicht im Einklang mit der Veränderung der tatsächlichen Volumina.

Für das **laufende Quartal** erwarten 9% der deutschen Banken eine Lockerung der Kreditstandards – etwas mehr als in Euroland insgesamt. Nach dem plötzlichen Anstieg der Kreditnachfrage in Q4 sehen die Banken in Deutschland nun eine stabile Entwicklung voraus, wohingegen ihre europäischen Nachbarn erneut optimistischer gestimmt sind (17% gehen von einer Zunahme aus).

Zinssätze

Im **Kredit-Neugeschäft** mit Unternehmen hielt der Abwärtstrend in vielen Zinskategorien auch im Schlussquartal 2014 an, jedoch scheint sich das Tempo etwas zu verlangsamen. Im Quartalsvergleich waren die Zinsen für Großkredite > EUR 1 Mio. an Kapitalgesellschaften minimal im Plus und auch für kleinere Beträge de facto stabil; für Kredite an Selbstständige bröckelten sie aber weiter ab und fielen mit 2,2% auf den nächsten Tiefstand. Nach Zinsbindungsfristen betrachtet gilt das Gleiche sowohl für langfristige Festzinskredite (Zinsbindung > 5 Jahre), bei denen sich der Durchschnittszins auf 2,0% ermäßigte, als auch für mittlere Zinsbindungsfristen (-0,4 %-Punkte auf 2,3%). Andererseits wurden variabel verzinsten Ausleihungen sogar minimal teurer. Ob es wirklich zu einer baldigen Stabilisierung kommt, bleibt allerdings abzuwarten – zu groß erscheint momentan noch der Druck vonseiten des Kapitalmarkts und der Wettbewerbssituation unter den Banken. Auf der Passivseite stiegen die Zinsen auf **Termineinlagen** der Unternehmen zwischen September und Dezember sogar etwas an, dafür fielen die Zinsen auf **Sichteinlagen** erstmals in der Geschichte auf einen einstelligen Basispunkt-Wert (9 Bp., -2 Bp. ggü. Vq.).

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

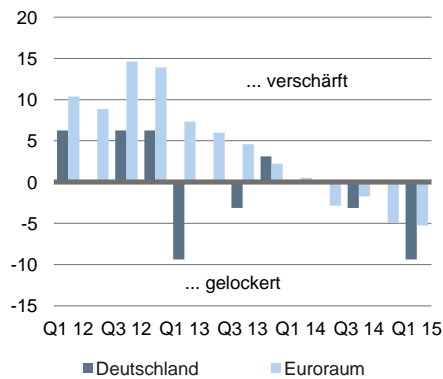
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

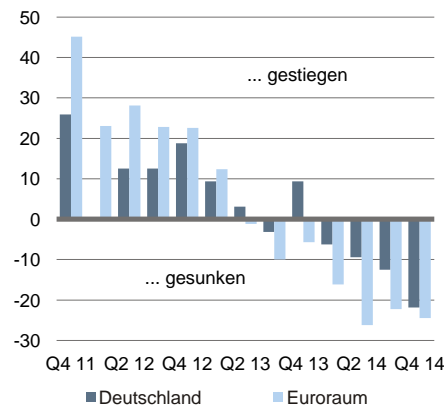


* Q1 15 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

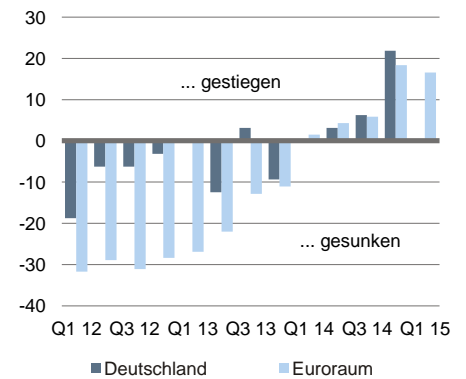
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

12

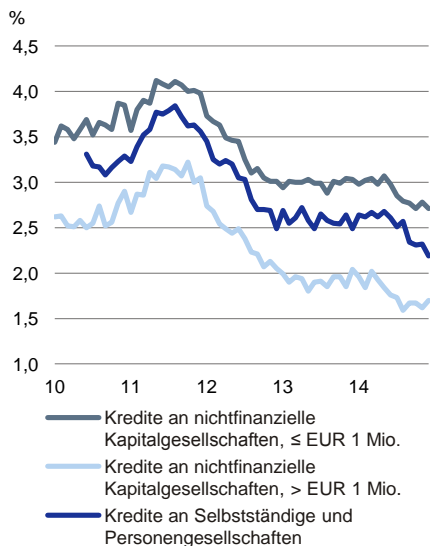


* Q1 15 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

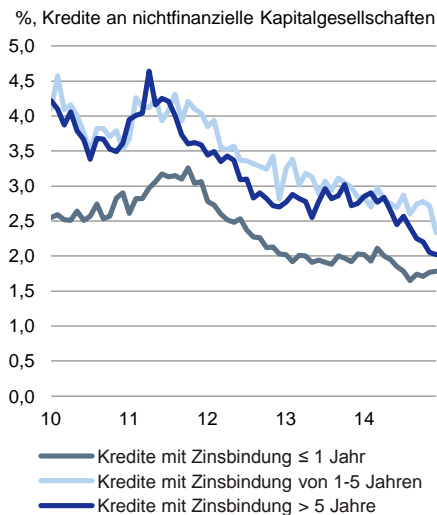
13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

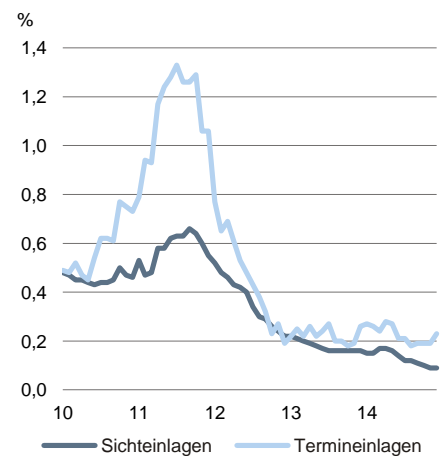
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



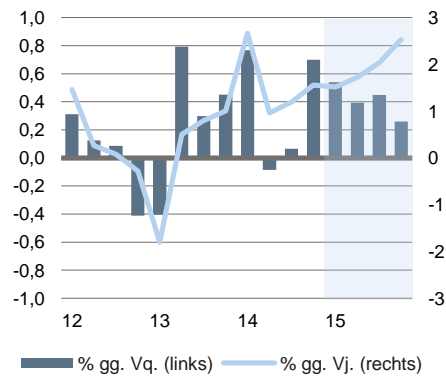
Quelle: EZB



Deutsche Konjunktorentwicklung

16

Reales BIP (% gg. Vq.; % gg. Vj.)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

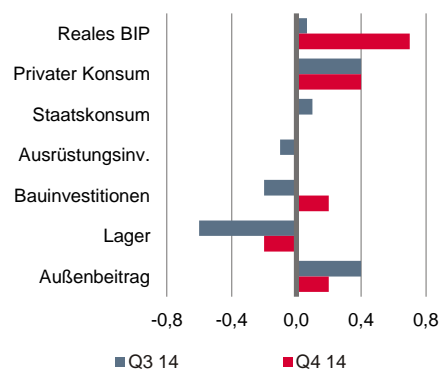
Deutliche Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums für 2015P: 2,0%

— Im vierten Quartal wuchs die deutsche Wirtschaft überraschend stark (+0,7% gg. Vq.) und beendete damit die Stagnationsphase über den Sommer hinweg. Innerhalb der Gruppe der größten Industrieländer war dies das stärkste Quartalswachstum. Hauptwachstumstreiber war die Binnenwirtschaft. Der private Konsum expandierte dank Ölpreiseinbruch, positiver Arbeitsmarktentwicklung und hoher Nettozuwanderung kräftig. Die Bruttoinvestitionen waren insgesamt wachstumsneutral, da der Rückgang beim Lagerabbau den Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen kompensierte, die in den beiden Quartalen davor deutlich zurückgegangen waren. Die Bauinvestitionen stiegen unterstützt von günstiger Witterung relativ stark. Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen auch wieder etwas. Vom Außenhandel kamen im vierten Quartal ebenfalls moderate Wachstumsimpulse, dämpfend wirkten die Russland/Ukraine-Krise und die strukturell bedingt schwache Entwicklung des Welthandels.

Starkes binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum in Q4 2014

17

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

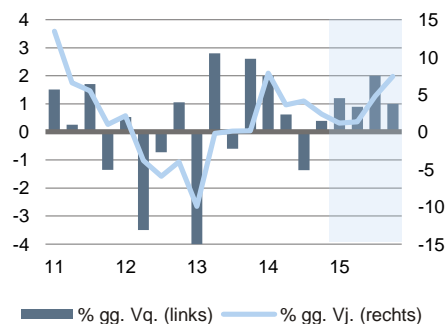
— Unsere BIP-Prognose für das Jahr 2015 haben wir kürzlich auf 2,0% angehoben, was deutlich über dem Wachstum des Vorjahres liegt (1,6%). Dies geht auf den überraschend starken Einbruch des Ölpreises und die merkliche Abschwächung des handelsgewichteten Euro infolge des deutlich gelockerten Kurses der EZB zurück. Ohne die negativen Effekte der geopolitischen Risiken, insbesondere den Russland/Ukraine-Konflikt, und die beiden großen Reformprojekte der großen Koalition würde das Wachstum wohl sogar höher ausfallen. Im Dezember lag unsere Prognose noch bei 1,0%.

— Der Hauptwachstumstreiber dürfte 2015 erneut die Binnenwirtschaft sein, auf die im Jahr 2015 wahrscheinlich etwa 80% des Wachstums zurückgeht. Der private Konsum dürfte mit etwas mehr als 2% so stark wie seit 3 Jahren nicht mehr wachsen.

— Die Ausrüstungsinvestitionen dürften sich im Jahr 2015 moderat erholen. Hauptsächlich dürfen aber noch Ersatzinvestitionen getätigt werden. Bauinvestitionen dürften dank eines dynamischen Wohnungsbaus solide wachsen. Die Nettoexporte werden wohl auch etwas zum Wachstum beitragen. Exporte dürften vom schwächeren Euro und der moderaten Beschleunigung der Weltwirtschaft profitieren.

Ausrüstungsinvestitionen

18



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Q4 2014: Starkes Wachstum zum Jahresende (+0,7% gg. Vq.)

Die deutsche Wirtschaft expandierte mit 0,7% gg. Vq. im vierten Quartal 2014 überraschend stark und beendete damit die Stagnationsphase des Sommerhalbjahres. Innerhalb der Gruppe der größten Industrieländer war dies das höchste Wachstum. Im Vergleich zum Vorjahresquartal und im Jahresdurchschnitt lag das Wirtschaftswachstum bei 1,6%. Das starke Schlussquartal liefert eine gute Ausgangsbasis für das Jahr 2015 (Überhang: 0,5%-Punkte). Die deutsche Wirtschaft zeigte sich dank der binnenwirtschaftlichen Stärke robust gegenüber dem anhaltenden internationalen Gegenwind durch die hohen geopolitischen Risiken und die enttäuschende Entwicklung des Welthandels. Dieser expandierte, strukturell bedingt, seit dem Jahr 2012 schwächer als die Weltwirtschaft.¹ Diese internationalen Faktoren belasten nach wie vor die Nachfrage nach deutschen Produkten im Ausland und die Bereitschaft der deutschen Unternehmen, ihre Kapazitäten durch Erweiterungsinvestitionen zu erhöhen.

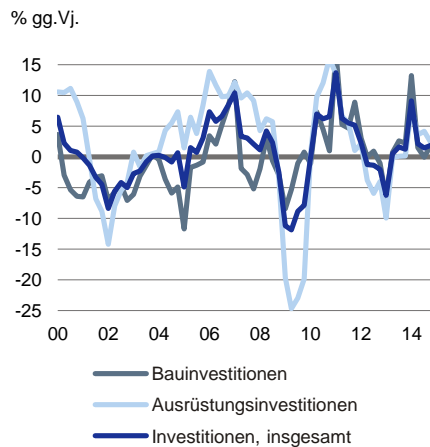
¹ Siehe für weitere Details Peters, H. und S. Schneider (2014). Sluggish global trade: cyclical or structural? Deutsche Bank Research. Global Economic Perspectives. 25. November 2014.



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Zarte Belebung bei Investitionen in Q4

19

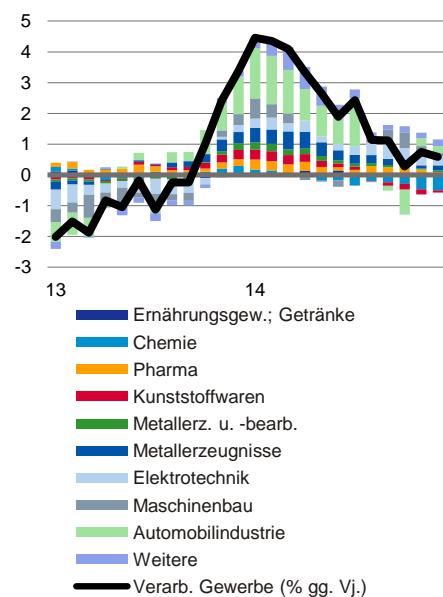


Quelle: Statistisches Bundesamt

Noch moderates Wachstum bei Industrieproduktion

20

Wachstumsbeiträge, %-Punkte;
% gg. Vj. (Laufender 3-Monats-Durchschnitt)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die **Binnenwirtschaft** war der Hauptwachstumstreiber im vierten Quartal (Wachstumsbeitrag: 0,5%-Punkte). Der private Konsum stieg erneut deutlich an (jeweils 0,8% gg. Vj. in Q4 und Q3), das stärkste durchschnittliche Halbjahreswachstum seit dem Winterhalbjahr 2010/11. Dies geht auf das Zusammenspiel mit der positiven Arbeitsmarktentwicklung zurück, nicht zuletzt wegen des hohen Zustroms an Zuwanderern und hoher Realeinkommensgewinne aufgrund des Verfalls der Ölpreise.

- Der Ölpreisrückgang sorgte für einen Rückgang der Energiekomponente des Verbraucherindex um etwa 3,5% gg. Vj. Bei einem Anteil von etwa 10% am Warenkorb bedeutet dies ceteris paribus eine Ersparnis von 0,4% bei den nominalen Konsumausgaben der privaten Haushalte. Diese Gelder dürften zunächst zum Teil gespart werden. Bei den unteren Einkommensgruppen dürften sie aber fast vollständig verkonsumiert werden. Die Sparquote stieg im vierten Quartal auf 9,8% des verfügbaren Einkommens (Q3: 9,2%).
- Der seit Ende 2009 andauernde Beschäftigungsboom setzte sich im vierten Quartal fort. Die Beschäftigung kletterte auf den neuen Höchststand von 42,7 Millionen Personen und die Erwerbsquote stieg auf 54,2% (Q4 2009: 53,6%). Die harmonisierte Arbeitslosenquote fiel auf 4,6%, die niedrigste innerhalb der Eurozone. Hinzu kommt ein starker Lohnzuwachs. Die Tariflöhne stiegen um 2,8% gg. Vj. und die Arbeitnehmerentgelte je Stunde um 1,6% gg. Vj., was angesichts der niedrigen Inflation von 0,5% gg. Vj. zu kräftigen Realloohnerhöhungen führte.
- Die Nettozuwanderung erhöhte sich im Jahr 2014 noch einmal auf mehr als 470.000 Personen. Die Hauptherkunftsländer waren Rumänien (98.000 Zuzüge in H1), Polen (96.000) und Bulgarien (38.000), wobei der hohe Zustrom aus Rumänien und Bulgarien auf die Öffnung des deutschen Arbeitsmarktes für diese Länder zurückzuführen ist. Der Großteil davon integrierte sich direkt in den Arbeitsmarkt, was approximativ anhand des stärkeren Anstiegs der Beschäftigung relativ zum Rückgang der Arbeitslosigkeit bestimmbar ist (Arbeitslose: -52.000; Beschäftigung +372.000; Differenz: 320.000).

Im Vergleich zum Vorjahr stiegen die Konsumausgaben vor allem für übrige Verwendungszwecke (bspw. Gesundheitspflege, Bildungswesen, Versicherungs- und Finanzdienstleistungen), Verkehr und Nachrichtenübermittlung sowie Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren.

Die **Bruttoinvestitionen** waren insgesamt wachstumsneutral im vierten Quartal. Der Rückgang beim Lagerabbau kompensierte den Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen, die in den beiden Quartalen davor deutlich zurückgegangen waren. Die **Bauinvestitionen** stiegen unterstützt von günstiger Witterung um 2,1% gg. Vj. und lagen damit wieder um 1,8% über dem Vorjahresniveau. Der Anstieg bei den Nichtwohnbauten war dabei stärker als bei den Wohnbauten (2,6% vs. 1,8% gg. Vj.). Treiber waren die Bauinvestitionen des Staates in Nichtwohnbauten (8,0% gg. Vj.). Die **Ausrüstungsinvestitionen** stiegen dagegen nur verhalten (0,6% gg. Vj.). Dies dürften aber weiter hauptsächlich Ersatzinvestitionen gewesen sein, da die Unternehmen bei einer nur etwas über dem historischen Durchschnitt liegenden Kapazitätsauslastung (Q4: 84,2 vs. 83,6%), erhöhten geopolitischen Risiken und verhaltener Auslandsnachfrage vorsichtig agierten. Am höchsten und deutlich über dem langfristigen Durchschnitt war die Kapazitätsauslastung im Automobilsektor. Relativ deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt war die Kapazitätsauslastung im Maschinenbau, der am anfällig-

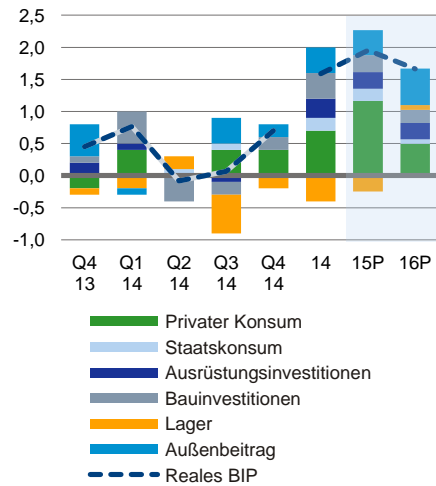


Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum

21

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



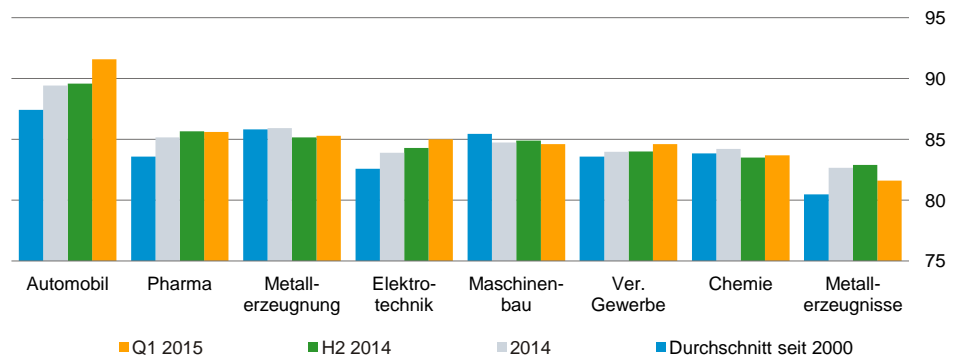
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

ten für die durch den Ölpreiseinbruch merklich verschlechterten Perspektiven der Ölstaaten ist.²

Auslastung der Industrieunternehmen in Q1 gestiegen, aber nur leicht über langfristigem Durchschnitt

22

Kapazitätsauslastung, sb., %

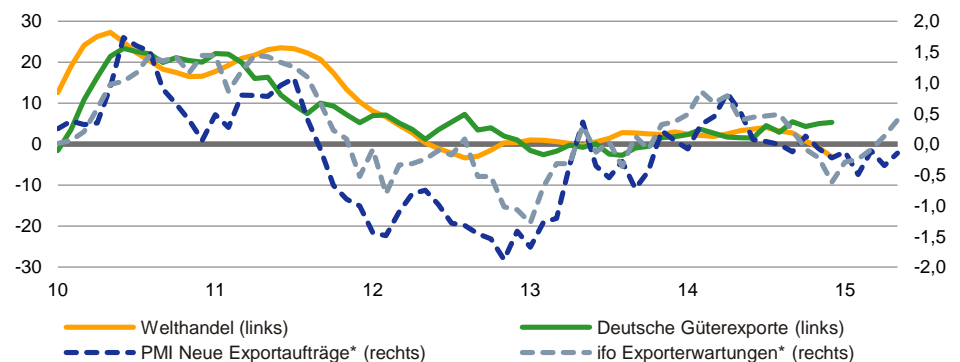


Quelle: ifo

Stimmungsindikatoren für den Export zuletzt wieder gestiegen

23

% gg. Vj. (3-Monatsdurchschnitt, links), standardisierte Werte (rechts)



* Vorlauf von 3 Monaten

Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo, Markit, Deutsche Bank Research

Vom **Außenhandel** kamen im vierten Quartal moderate Wachstumsimpulse. Die preisbereinigten **Exporte** stiegen mit 1,3% gg. Vq. und lagen damit 4,7% über dem Vorjahresniveau. Das Wachstum der Importe war im Vergleich dazu schwächer (+1,0% gg. Vq; 3,7% gg. Vj.), und damit trugen die Nettoexporte 0,2%-Punkte zum Q4 BIP-Wachstum bei.

Die Nachfrage nach deutschen Produkten – insbesondere Autos – war besonders stark in China, den USA und dem Vereinigten Königreich. Dämpfend wirkte die Russland/Ukraine-Krise. Die Exporte nach Russland, die etwa 2,5% der Gesamtexporte ausmachen, gingen im Jahr 2014 um 18% zurück, was 0,7%-Punkte Exportwachstum kostete.

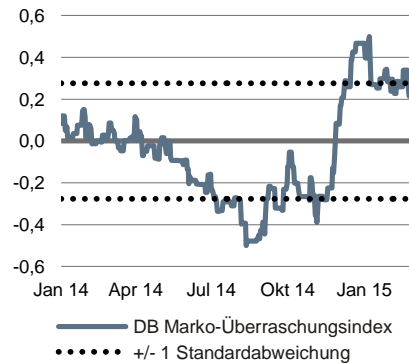
² Heymann, E. und H. Peters (2015). Deutsche Exporte in die Ölstaaten sinken 2015. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. 24. Februar 2015.



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland wieder im pos. Bereich 24

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen
20 Datenüberraschungen

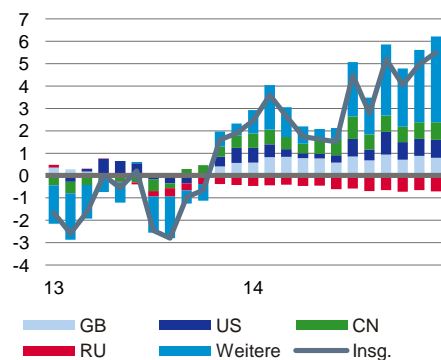


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der
Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Russland schwächt deutsche Exportentwicklung 25

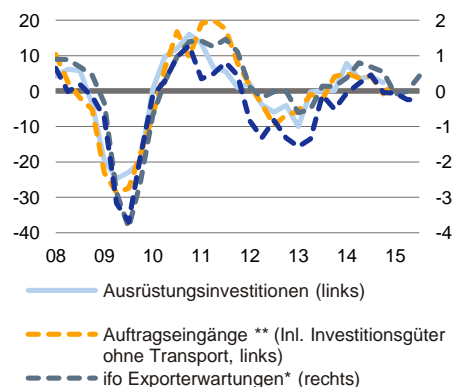
Wachstumsbeitrag %-Punkte, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank
Research

Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten 26

% gg. Vj. (links),
standardisierte Werte (rechts)



*Vorlauf von * 2Q * 1Q

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

Anhaltend kräftiges Wachstum in Q1

Der Ölpreiseffekt und die gute Arbeitsmarktlage dürften auch im ersten Quartal für ein kräftiges binnenwirtschaftliches Wachstum sorgen. Wir rechnen mit einem Wachstum von 0,5% gg. Vq., was im Einklang mit den Stimmungsindikatoren (ifo, PMI) steht.

Deutliche Aufwärtsrevision unserer BIP-Prognose für 2015 auf 2,0%

Seit der letzten Veröffentlichung des Monitors Unternehmensfinanzierung überraschten die Konjunkturdaten mehrheitlich deutlich positiv. Angezeigt wurde dies durch den Sprung des DB Marko-Überraschungsindex in den positiven Bereich Ende des Jahres. Der überraschend kräftige Einbruch des Ölpreises und die deutliche Abschwächung des handelsgewichteten Euro infolge des weiter gelockerten Kurses der EZB hellten den Konjunkturausblick für Deutschland merklich auf, sodass wir unsere BIP-Prognose für 2015 kürzlich auf 2,0% angehoben haben (2014: 1,6%). Im Dezember lag unsere Prognose noch bei 1,0%.

Ohne die geopolitischen Risiken, insbesondere den Russland/Ukraine-Konflikt, sowie die Belastungen durch die beiden großen Reformprojekte der großen Koalition würde das Wachstum wohl noch höher ausfallen. Der Mindestlohn in Höhe von EUR 8,50 dürfte erhebliche Beschäftigungsverluste nach sich ziehen, den (Wieder-)Einstieg in den Arbeitsmarkt von Problemgruppen erschweren und folglich die strukturelle Arbeitslosigkeit erhöhen, was mit negativen fiskalischen Effekten einhergeht. Das Rentenpaket geht ebenfalls in die falsche Richtung und dürfte die demografischen Herausforderungen verschärfen. Mit der Rückkehr zur Frühverrentung ist es ein Geschenk an die Älteren und eine Belastung für die Jüngeren mit erheblichen negativen Auswirkungen auf die Staatsfinanzen in der mittleren Frist. Hinzu kommen eine Verschärfung des Fachkräftemangels und ein deutlicher Verlust an betriebsspezifischem Humankapital.

Der Hauptwachstumstreiber dürfe im Jahr 2015 weiter die Binnenwirtschaft sein, auf die etwa 80% des Wachstums zurückgehen. Der private Konsum dürfte mit etwas über 2% so stark wachsen wie seit 3 Jahren nicht mehr. Die Beschäftigung dürfte dank der zugrundeliegenden Konjunkturdynamik und der weiter hohen Nettozuwanderung neue Höchststände erklimmen, wobei der Mindestlohn dämpfend wirkt. Die Arbeitslosigkeit dürfte im Jahresdurchschnitt zwar auf 6,5% (2014: 6,7%) fallen, aber wir rechnen in der zweiten Jahreshälfte mit einem leichten Anstieg infolge des Mindestlohns. Die Tariflöhne dürften dieses Jahr mit etwa 3% erneut deutlich steigen, real ergibt sich der höchste Zuwachs seit 15 Jahren. Für die Metall- und Elektroindustrie in Baden-Württemberg einigten sich die Tarifvertragsparteien kürzlich auf einen Entgeltanstieg um 3,4% ab April 2015 und eine Einmalzahlung von EUR 150. Für die weitere Tarifrunde 2015 rechnen wir mit etwas geringeren Abschlüssen, darunter sind die chemische Industrie und der öffentliche Dienst (Länder) die bedeutendsten Sektoren. Durch die Einführung des Mindestlohns dürften die Arbeitnehmerentgelte mit 4 bis 4 ½% sogar noch stärker steigen.

Die deutschen Exporte dürften sich zwar in den nächsten Monaten noch verhalten entwickeln, im Verlauf des Jahres 2015 aber, dank des schwächeren Euro und einer moderaten Erholung der Weltkonjunktur, etwas stärker zulegen. Im Jahresdurchschnitt rechnen wir mit einem Exportwachstum von gut 5%, wobei die Exporte in die Ölstaaten sich schwach entwickeln dürften. Die Importe dürften dank des kräftigen Konsums der privaten Haushalte um 5% steigen. Die Nettoexporte dürften damit 0,4%-Punkte zum BIP-Wachstum beitragen.



Ausrüstungsinvestitionen: Moderate Erholung im Jahresverlauf

Das Umfeld bleibt für Investitionen in Maschinen und Anlagen bei nur leicht über dem langfristigen Durchschnitt liegender Kapazitätsauslastung und zunächst ausbleibenden internationalen Impulsen schwierig. Negativ wirken zudem die Kosteneffekte der Energiewende, des Mindestlohns und der Rentenreform. Die von uns im weiteren Jahresverlauf erwartete moderate Erholung der Weltkonjunktur und das weiter extrem niedrige Zinsniveau dürften im Jahresverlauf für eine Erholung der Ausrüstungsinvestitionen sorgen. Im Jahresdurchschnitt 2015 dürften die Ausrüstungsinvestitionen um 3,8% steigen, nach 4,3% im Jahr 2014.

Solides Wachstum der Bauinvestitionen

Die **Bauinvestitionen** dürften 2015 um rund 2,7% zulegen (2014: 3,6%). Dank historisch niedriger Kreditzinsen (2,12%, Zinsbindung 5-10J.), geringerer Renditen alternativer Anlageklassen, guter Arbeitsmarktlage und erhöhter Nettozuwanderung dürfte sich der **Wohnungsbau**, der 60% der Bauinvestitionen ausmacht, weiter positiv entwickeln.

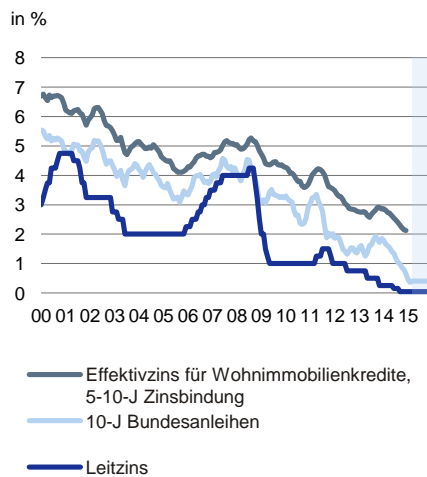
Etwas schwächerer Anstieg der Immobilienpreise

Die seit Anfang 2008 andauernde Aufwärtsbewegung der **Immobilienpreise** dürfte sich etwas abgeschwächt fortsetzen. Deutschlandweit lagen die Preise in den ersten 3 Quartalen 2014 etwa 5 ¼% (2013: 7 ¼%) über dem Vorjahresniveau – für die „Top-7“-Städte sogar etwa 6% (2013: 9%). Die Angebotsausweitung dämpft dabei etwas. Die Zahl der Baugenehmigungen stieg 2014 um 4% gg. Vj. und deutet auf eine Ausweitung der Fertigstellungen von Wohneinheiten von etwa 225.000 hin. Die Nachfrage nach Immobilien dürfte durch die günstigen Finanzierungsbedingungen, die geringen Rendite alternativer Anlagen, die erhöhte Zuwanderung, die weitere Urbanisierung und die Verringerung der durchschnittlichen Haushaltgröße weiter steigen. Per Saldo dürfte sich damit der Preisdruck nur leicht abschwächen. Während in einigen Großstädten die Preise bereits überbewertet sein könnten, sind **im Bundesdurchschnitt keine Übertreibungen** feststellbar. Die Preisveränderungen sind, verglichen mit historischen Preisanstiegsphasen und Immobilienbooms in anderen Ländern, relativ gering. Zudem liegen die Erschwinglichkeitsindizes immer noch deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt und zeigen im internationalen Vergleich eine Unterbewertung. Bei den Hypothekenkrediten ist zuletzt ein leichtes Anziehen auf 3% gg. Vj. zu beobachten.

Mit den zuletzt etwas langsameren Immobilienpreisanstiegen schwächte sich der Anstieg der Kaltmieten (ohne Energie, 21% am CPI) ab auf zuletzt 1,3% gg. Vj. (Jan. 2015). Die Unterschiede zwischen den Bundesländern sind erheblich (0,5% gg. Vj. im Saarland und Sachsen bis 1,9% in Niedersachsen). Größere Mieterhöhungen kommen zumeist nur regional begrenzt in den Ballungszentren vor.

Baufinanzierung: weiterhin niedriges Zinsniveau

27



Quellen: Bundesbank, EZB, Deutsche Bank Research



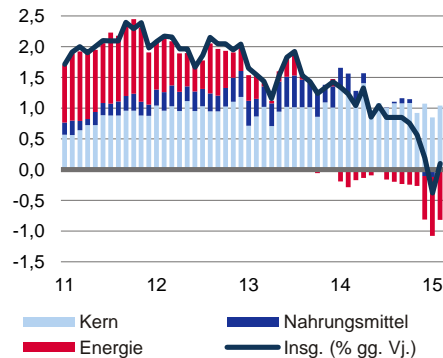
Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Energie dämpfte zuletzt Preisanstiege

28

Stagnation bei Konsumentenpreisen

Wachstumsbeiträge %-Punkte; % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Mit dem Einbruch des Ölpreises, der aktuell über 40% unter dem Vorjahresniveau liegt, fielen die Energiepreise (CPI-Komponenten) um 9% gg. Vj. Die Verbraucherpreise lagen damit zuletzt 0,1% über dem Niveau des Vorjahres, wobei die Kerninflation relativ stabil bei etwa 1% liegt. Rohstoffpreise dürften weiter dämpfen. Die Abschwächung des Euro dürfte dies aber zum Teil kompensieren. Wir rechnen mit einer Stagnation der Konsumentenpreise in diesem Jahr (2014: 0,9%). Im Jahr 2016 dürften die Verbraucherpreise aufgrund kräftigen inländischen Wachstums und einer erwarteten Aufwärtsbewegung der Ölpreise um 1,5% steigen.

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten, % gg.Vq., Jahresdaten % gg.Vj.

29

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2014				2015			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,4	0,1	1,6	2,0	1,7	0,8	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3
Privater Konsum	0,7	0,8	1,2	2,1	0,9	0,6	0,0	0,8	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3
Staatsausgaben	1,2	0,7	1,1	1,0	0,4	0,1	0,6	0,6	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,6	3,4	2,5	2,3	3,0	-1,7	-1,2	1,2	0,9	0,5	1,0	0,6
Ausrüstungen	-3,1	-2,4	4,3	3,8	3,8	2,0	0,6	-1,4	0,4	1,2	0,9	2,0	1,0
Bau	0,6	-0,1	3,6	2,7	2,1	4,5	-3,7	-1,5	2,1	1,0	0,4	0,7	0,6
Lager, %-Punkte	-1,4	0,2	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0
Exporte	2,8	1,6	3,9	5,1	5,0	-0,4	1,0	2,0	1,3	0,7	0,9	1,0	1,2
Importe	0,0	3,1	3,4	5,0	4,5	-0,3	1,2	1,3	1,0	0,7	1,2	1,5	1,5
Nettoexport, %-Punkte	1,3	-0,5	0,4	0,4	0,6	-0,1	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,0	1,5	1,2	1,1	0,8	0,5	-0,3	-0,1	0,1	0,5
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,5	6,6	6,8	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,5	6,6
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,4	1,7	2,0								
Budgetsaldo, % BIP	0,1	0,0	0,6	0,6	0,7								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	81,0	78,4	73,3	69,3	65,8								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,1	6,7	7,4	8,4	8,2								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	196	189	215	253	257								

*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research

© Copyright 2015. 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 Limited, Tokyo Branch, 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.