



## Monitor Unternehmensfinanzierung

# Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

2. September 2015

2. Quartal 2015

### 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](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

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

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

## Unternehmensfinanzierung

**Nur geringe Expansion im Kreditgeschäft.** Nach einem starken Jahresauftakt legte das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen in Q2 nur noch um 0,2% zu. Nach Wirtschaftszweigen war das Bild sehr gemischt: Einige industrielle Kern- sowie die Immobilienbranchen überzeugten mit solidem Wachstum, während etwa Metall, Handel und Verkehr enttäuschten. Die inländischen Kreditbanken verzeichneten die höchsten Zuwächse, gefolgt von den Genossenschaftsbanken, wohingegen die Landesbanken überraschend einen deutlichen Rückschlag erlebten. Der Absturz der Zinsen setzte zumindest vorübergehend aus – das Niveau blieb im Großen und Ganzen unverändert, wozu die heftige Korrektur der Referenzzinssätze während des Quartals beigetragen haben dürfte. Angesichts eines intensiven Wettbewerbs senkten die Banken jedoch die Kreditanforderungen weiter, insbesondere die Margen. Die Einlagen schrumpften das zweite Quartal in Folge.

Im Einklang mit einer schwächeren Kreditentwicklung schnitten die alternativen Finanzierungsformen der Unternehmen im Gegenzug überwiegend gut ab. Das Ergebnis im Leasing war erneut sehr stark, bei Anleiheemissionen robust und selbst bei Eigenkapital- besser als der Durchschnitt in jüngerer Zeit.

**Plus: Finanzmarkt Spezial zu Marktanteilen der verschiedenen Bankengruppen in einzelnen Branchen.**

## Konjunktur

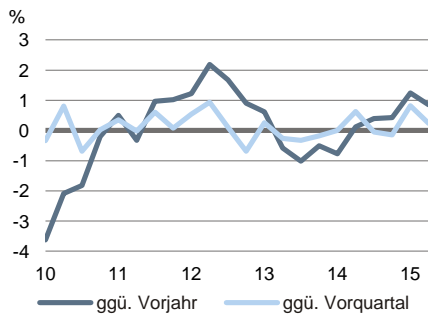
**Moderate Wachstumsbeschleunigung in Q2, aber schwächerer Ausblick für H2 2015.** Das Wachstum der deutschen Wirtschaft zog in Q2 moderat auf 0,4% gg. Vq. an. Die Binnenwirtschaft dämpfte durch einen Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen und einen Lagerabbau. Die Ausrüstungsinvestitionen kamen fast zum Stillstand und die Bauinvestitionen gingen zurück. Sogar der private Konsum schwächte sich ab. Hauptwachstumstreiber waren die Nettoexporte, die die – wohl temporäre – Schwäche der Binnenkonjunktur mehr als ausgleichen konnten. In Q3 dürfte der private Konsum ölpreisbedingt zwar einen deutlichen Schub bekommen. Dieser dürfte aber wahrscheinlich durch die rauen internationalen Gegenwinde, welche die Exporte belasten und damit auch die Investitionen, überkompensiert werden. Unsere Prognose für Q3 haben wir daher um 0,1%-Punkt auf 0,4% gg. Vq. gesenkt. Trotz dieser Q3-Revision erhöhen wir unsere BIP-Prognose für 2015 marginal auf 1,7%. Dies geht auf eine minimale Aufwärtsrevision für das erste Halbjahr und Veränderungen der Wachstumskomponenten zurück. Wir sehen die Binnennachfrage und insb. den privaten Konsum weiterhin als primäre Wachstumsstütze. Das außenwirtschaftliche Umfeld dürfte herausfordernd bleiben und stellt das Hauptrisiko für unsere Prognose dar.



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

Nach dem starken Jahresauftakt wuchs das Volumen ausstehender Kredite an deutsche Unternehmen und Selbstständige im zweiten Quartal weiter, jedoch mit deutlich geringerer Dynamik. Im Quartalsvergleich betrug das Plus nur noch 0,2% (ein Anstieg um EUR 2,8 Mrd.); gegenüber Juni letzten Jahres steht damit ein bescheidener Zuwachs von 0,8% zu Buche. Diese Entwicklung ist im Einklang mit dem durchwachsenen Konjunkturverlauf im Frühjahr – vor allem den schwachen Investitionen (die Details des gesamtwirtschaftlichen Abschneidens in dieser Ausgabe im Anschluss an das Extra-Kapitel zu Marktanteilen von Bankengruppen in einzelnen Branchen).

Auch im **Euroraum** insgesamt gab es im Kreditgeschäft nach einem guten Jahresstart in Q2 einen leichten Rückschlag, denn der Kreditbestand mit nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften schrumpfte gegenüber März um 0,2% (über den 12-Monats-Horizont ergibt sich ein geringfügiger Rückgang um 0,3%; immerhin der schwächste seit drei Jahren).

Nach den verschiedenen **Sektoren** in Deutschland betrachtet lassen sich zunächst einige positive Aussagen treffen: Die Kreditvergabe an das Verarbeitende Gewerbe war leicht höher als im Vorquartal (EUR +0,7 Mrd.) und auch die Volumina mit dem Dienstleistungssektor (EUR 5,4 Mrd.) und den Selbstständigen (EUR 2,2 Mrd.) expandierten (die beiden letzteren natürlich mit einer gewissen Schnittmenge). Im Jahresvergleich sieht es gemischter aus. Hier ist bei der Industrie immer noch ein Minus von 0,8% zu verzeichnen. Dagegen befinden sich sowohl Dienstleister als auch Selbstständige mit +1,3% solide in den „schwarzen Zahlen“.

Hinsichtlich einzelner Wirtschaftszweige gab es neben Licht aber auch Schatten. Auf der Habenseite steht die ausgesprochen gute Entwicklung in mehreren industriellen Kernbranchen der deutschen Volkswirtschaft – Maschinenbau/Auto (+3% gg. Vq.), Elektrotechnik (3,7%) und die Chemie (2,2%) sahen starke Zuwächse. Die Metallindustrie schwächelte hingegen (-1%), Holz/Papier/Möbel ging es nicht besser (-1,1%) und bei Baustoffen beschleunigte sich der langfristige Abwärtstrend mit einem plötzlichen Rutsch um 12,6% sogar. Hier liegt das Kreditvolumen mit nur noch EUR 4,2 Mrd. nun auf dem niedrigsten Stand seit der Deutschen Einheit. Außerhalb der Industrie mussten Versorger/Bergbau den zweiten Rückgang in Folge hinnehmen (-0,2%) – das gab es zuletzt vor zehn Jahren. Verkehr verbuchte ein kräftiges Minus von 4,1% und auch der Handel enttäuschte (-1,4%). Besser lief es in der Landwirtschaft (+2%) und auf dem Bau (0,8%), die allerdings beide auch von saisonalen Effekten profitierten.

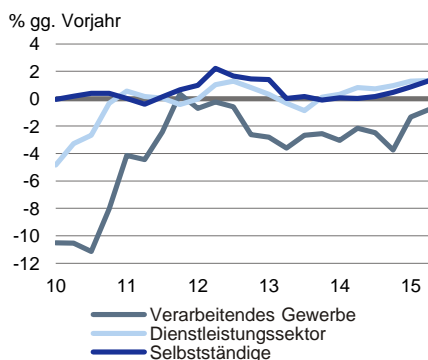
Bei den insgesamt erneut soliden Dienstleistungen konnten die Wohnungsunternehmen (+1,2%) und Gewerbeimmobilienfirmen (0,6%) nach längerer Zeit wieder einmal überzeugen; zudem setzten Telekom/Beratung/Werbung ihr Wachstum fort (0,6%). Auf der anderen Seite standen schwache Ergebnisse im Kreditgeschäft mit der Gesundheit (-0,6%) und Tourismus/Gastronomie (-0,4%).

Nach **Fristigkeiten** wurde im zweiten Quartal relativ wenig Bewegung verzeichnet. Die kurzfristigen Ausleihungen wuchsen moderat an (+1,2%), die Laufzeiten zwischen einem und fünf Jahren schrumpften dafür in ähnlicher Weise (-0,8%) und die langfristigen Kredite expandierten minimal (+0,2%). Unter dem Strich auch hier ein unspektakuläres Quartal.

Spannender war das Abschneiden der verschiedenen **Bankengruppen**. Die inländischen Kreditbanken beschleunigten ihre Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige weiter (+1,6% gg. Vq.) und auch die Auslandsbanken blieben zum sechsten Mal in Folge im Plus (0,6%). Einen Zuwachs in gleicher Höhe verzeichneten die Sparkassen, während die Genossenschaftsbanken ihr hohes Tempo praktisch unverändert hielten (1,1%). Auch die antizyklische Schrump-

### ... nach Branche

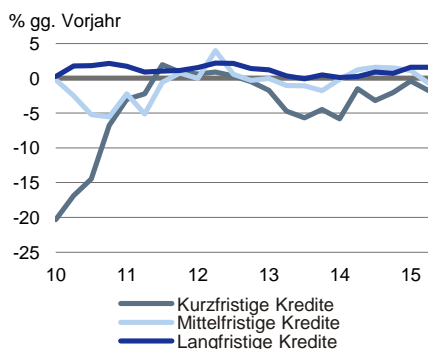
2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### ... nach Fristigkeit\*

3

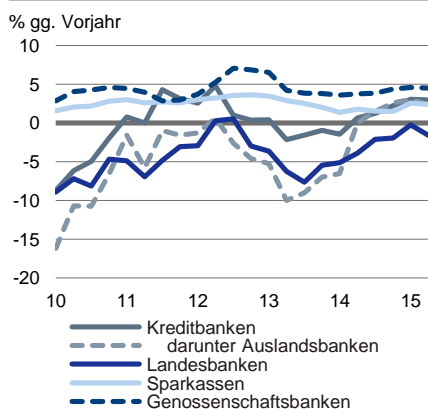


\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### ... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

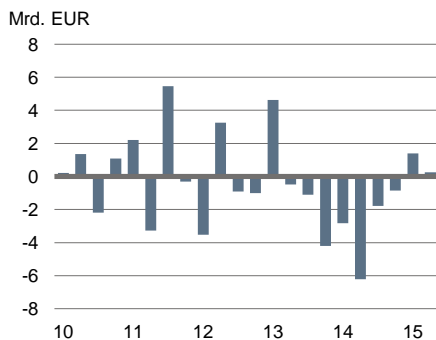
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

fungstendenz bei den Förderbanken setzte sich fort (-1,3%), wohingegen die Landesbanken einen überraschend herben Rückschlag erlitten (-1,8%). Diese haben damit seit Frühjahr 2009 EUR 60 Mrd. an Kreditvolumen eingebüßt, verglichen mit einem Minus von nur EUR 9 Mrd. bei den Kreditbanken und einem satten Anstieg von EUR 52 Mrd. bei den Genossenschaftsbanken bzw. EUR 45 Mrd. bei den Sparkassen.

Zu den Details der Marktanteile einzelner Bankengruppen in einzelnen Wirtschaftszweigen und deren Entwicklung in der langen Frist siehe Finanzmarkt Spezial im Anschluss.

### Andere Finanzierungsquellen

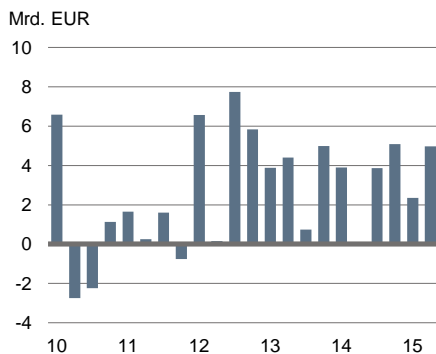
Die schon öfter zu beobachtende tendenziell entgegengesetzte Entwicklung zwischen Bankkrediten und alternativen Finanzierungsmöglichkeiten manifestierte sich auch wieder in Q2: Während das Kreditgeschäft schleppend verlief, überzeugten die meisten Alternativen.

**Commercial Paper** setzten ihre leichte Belebung mit einem Plus von EUR 0,3 Mrd. fort – gegenüber dem Vorjahreswert (dem schlechtesten Ergebnis der letzten sechs Jahre) eine besonders eindrucksvolle Verbesserung um EUR 6,5 Mrd. Nichtsdestoweniger bleibt das generelle Umfeld für CP angesichts des extrem niedrigen Zinsniveaus auch für lange Laufzeiten unverändert wenig attraktiv.

Von diesen Ausgangsbedingungen wiederum profitiert der Markt für **Unternehmensanleihen**, der dementsprechend im vergangenen Quartal mit einem Emissionsvolumen von netto EUR 5 Mrd. nach einem leichten Durchhänger zwischen Januar und März wieder ein gutes Resultat einfuhr. Das steht im scharfen Gegensatz zum Abschneiden im Euroraum insgesamt, wo es mit nur EUR 2,3 Mrd. das schlechteste Quartal seit der Finanzkrise gab. D.h., unter dem Strich zahlten Unternehmen im Euroraum ohne Deutschland sogar mehr Kapitalmarktverbindlichkeiten zurück als sie neue aufnahmen.

### Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6



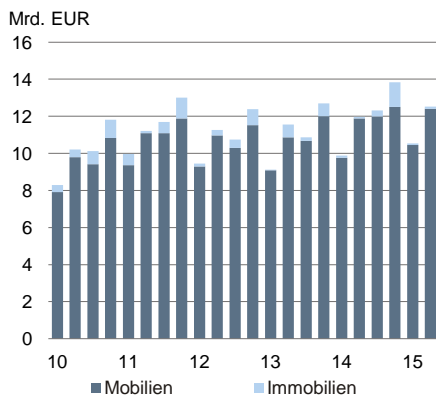
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Auch der deutsche **Leasingmarkt** läuft weiterhin rund. Beim Löwenanteil des Geschäfts, dem Mobilienleasing, legten die Neuabschlüsse um 4,5% gg. Vj. zu, auf EUR 12,4 Mrd. Es war zugleich überhaupt das zweitbeste Quartal seit 2008. Grund war vor allem eine anhaltend starke Nachfrage nach Kfz sowie immateriellen Gütern, rückläufig hingegen der Bereich Büroelektronik. Darüber hinaus konnte sich das Immobilienleasing ebenfalls steigern auf EUR 111 Mio. (+19%).

Nach einem sehr schwachen Jahresbeginn verzeichneten die deutschen Börsen im 2. Quartal zwei nennenswerte **Aktienemissionen** – eine Kapitalerhöhung aus der Finanz-, die andere aus der Immobilienbranche. Das Gesamtvolumen der emittierten Papiere belief sich auf EUR 3,2 Mrd. und damit zumindest den vierthöchsten Wert der vergangenen vier Jahre. Andererseits stellte der Dax einen neuen Allzeitrekord von mehr als 12.000 Punkten auf, obwohl die Tendenz während des Quartals aufgrund der sich einmal mehr zuspitzenden Griechenland-Problematik überwiegend nach unten gerichtet war. Insofern bleibt die Dynamik im Emissionsgeschäft doch eher enttäuschend.

### Leasinggeschäft, Neuolumen

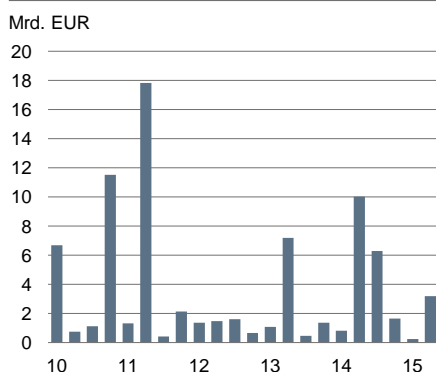
7



Quelle: BDL

### Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Einlagenvolumen

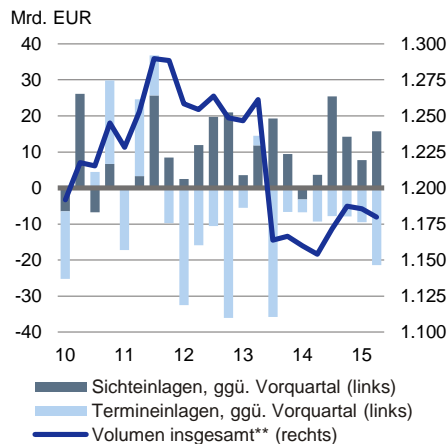
Die deutschen Unternehmen und Selbstständigen scheinen zunehmend auf das Null- bzw. Negativzinsniveau zu reagieren, ohne dabei zu überreagieren. Nach einem Anstieg in der zweiten Jahreshälfte 2014 sinken die Volumina jetzt wieder (aktuelles Quartalsminus: EUR 5,7 Mrd. oder 0,5% gg. Vq.). Der leichte, seit 2011 existierende Abwärtstrend, bleibt damit intakt. Einmal mehr schichteten die Firmen zwischen März und Juni von Termingeldern (EUR -21,4 Mrd.) in Sichteinlagen (EUR +15,8 Mrd.) um, da Zinsdifferenziale keine größere Rolle mehr spielen (zur Zinsentwicklung siehe nächste Seite). Das bedeutet, seit dem Höhepunkt der Finanzkrise ist der Bestand an Sichteinlagen um fast EUR 300 Mrd.



## 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

bzw. mehr als drei Viertel gestiegen, wohingegen das Volumen der Termineinlagen um über ein Viertel abgenommen hat (EUR -226 Mrd.).

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Innerhalb der **Kreditvergabebedingungen** ließen die Banken die allgemeinen Kreditstandards in Q2 praktisch unverändert. Das gilt sowohl insgesamt als auch für unterschiedliche Kundengruppen und Laufzeiten. Die konkreten Kreditkonditionen wiederum wurden deutlich gelockert. Netto 28% (13%) der 34 befragten Banken berichteten, sie hätten die Margen für durchschnittliche (risikoreichere) Kredite verglichen mit dem Vorquartal gesenkt, jeweils 9% meldeten eine Verringerung der Nebenkosten sowie der Anforderungen an Covenants und Fristigkeiten. Dabei war die Lockerung durchweg bei großen Firmenkunden etwas stärker ausgeprägt als bei kleinen und mittleren Unternehmen. Als Ursache für die weicheren Bedingungen nannten die Banken ganz überwiegend eine verschärfte Wettbewerbssituation (16% Nennungen).

Im Euroraum insgesamt berichteten die 142 befragten Banken von einer minimalen Lockerung ihrer Standards und einer, verglichen mit Deutschland, ähnlich kräftigen Verringerung ihrer Margen (33% der Banken meldeten dies bei durchschnittlichen Krediten, 6% bei riskanteren).

Auch wenn sich das einmal mehr kaum in den harten Zahlen zum Kreditvolumen niederschlug, hat die **Kreditnachfrage** in Deutschland nach Aussage der Banken etwas zugenommen. Das lag allerdings ausschließlich an einer höheren Nachfrage nach langfristigen Finanzierungen (13%) und seitens KMUs (10%). Positiv auf die Nachfrage wirkten sich demzufolge insbesondere das Zinsniveau (22%) und Umschuldungsvorhaben (16%) aus, dämpfend dagegen die Konkurrenz durch stärkere Innenfinanzierung (16%) und andere Banken (9%). Die Finanzierungsangebote von Nichtbanken oder die Emission von Anleihen werden bemerkenswerterweise schon seit Längerem kaum als nennenswerte Treiber genannt. Im Euroraum als Ganzes verspürten 13% der Institute eine höhere Nachfrage.

Für das **laufende Vierteljahr** prognostizieren die deutschen Banken eine moderate Lockerung der Kreditstandards, vor allem für kurzfristige Kredite (9%) und solche an KMUs (7%), bei einer gleichzeitig weiter leicht ansteigenden Nachfrage (9%). Die europäischen Nachbarn bleiben nachfrageseitig wesentlich zuversichtlicher (31% der Banken gehen von einer Zunahme aus, wobei ein Großteil dieser Hoffnungen erfahrungsgemäß immer wieder enttäuscht wird), während bei den Standards keine Änderung erwartet wird.

### Zinssätze

Summa summarum haben sich die Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** mit Unternehmen in Q2 kaum verändert. In der Tendenz waren die Zinsen für geringere Volumina und kürzere Zinsbindungsfristen weiter rückläufig, für größere Kredite und eine längere Zinsfestschreibung stiegen sie dagegen etwas an. Das dürfte zum Teil auch den plötzlichen und relativ heftigen Sprung in den Marktzinsen während dieses Zeitraums reflektieren, die allerdings üblicherweise nur die grobe Richtung für die Kreditzinsen vorgeben. Unter dem Strich gab es nach Kreditgröße betrachtet im Quartalsvergleich fast keine Bewegung; variabel verzinsten Kredite wurden nochmals 0,1%-Punkt günstiger, solche mit über fünfjähriger Zinsbindung auf der anderen Seite 0,2 %-Punkte teurer.

Die Zinsen für **Sichteinlagen** erreichten ein neues Allzeittief von 6 Bp.; für **Termingelder** bekamen Firmenkunden im Juni dagegen unvermittelt etwas mehr – ob dies von Dauer ist, muss sich jedoch erst noch herausstellen.

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

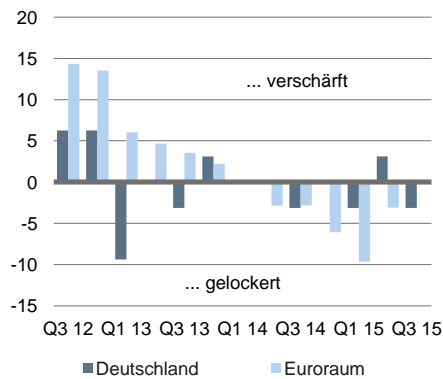
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

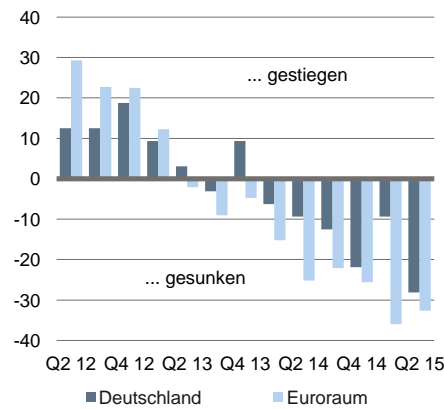


\* Q3 15 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

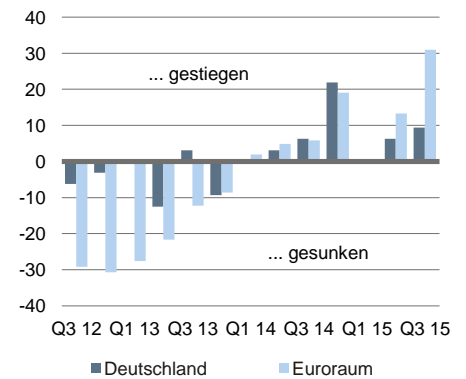
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

12

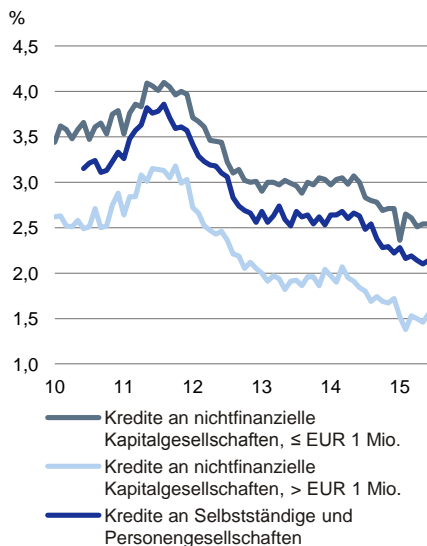


\* Q3 15 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

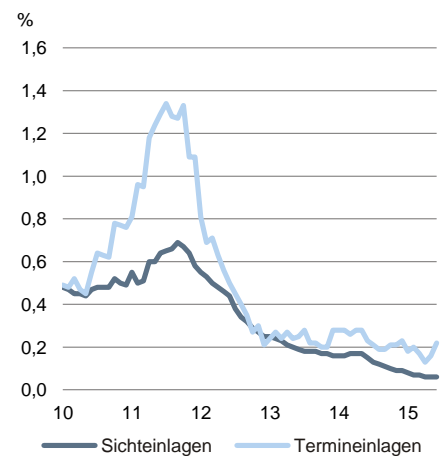
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



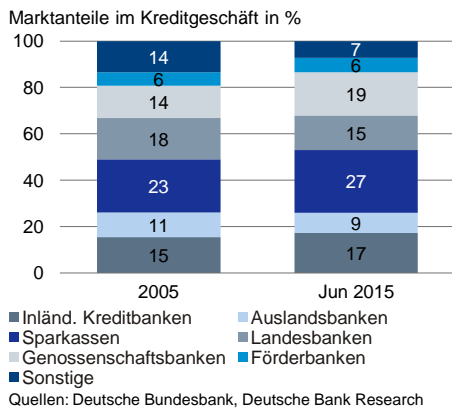
Quelle: EZB





## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

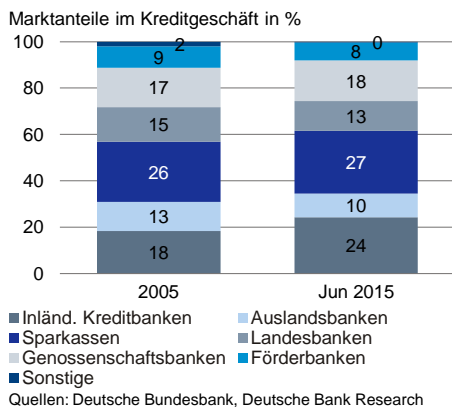
### Unternehmen & Selbstständige insgesamt 16



### Finanzmarkt Spezial: Marktanteile von Bankengruppen in einzelnen Branchen

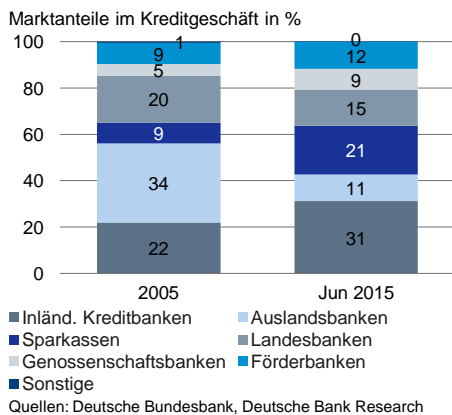
Der deutsche Bankenmarkt ist traditionell stark gegliedert und durch eine Drei-Säulen-Struktur – bestehend aus privaten, genossenschaftlichen und öffentlich-rechtlichen Banken – gekennzeichnet. Daneben spielen staatliche Förderbanken sowie weitere Spezialbanken eine Rolle. Innerhalb der Säule der privaten Kreditbanken lässt sich sinnvollerweise zwischen inländischen Instituten und Banken, die sich mehrheitlich in ausländischem Besitz befinden, unterscheiden. Bei den Genossenschaftsbanken wiederum können die lokal ausgerichteten Kreditgenossenschaften (Volks- und Raiffeisenbanken) und die beiden Zentralbanken zusammengefasst werden. Die Säule der öffentlich-rechtlichen Banken schließlich setzt sich aus den Sparkassen und den Landesbanken zusammen (die Förderbanken werden nicht dazu gezählt).

### Verarbeitendes Gewerbe insgesamt 17



Die Kreditvergabe an den gesamten Unternehmenssektor in Deutschland einschließlich der Selbstständigen (Gesamtvolumen: EUR 1.309 Mrd.) verteilt sich gegenwärtig zu 42% auf die öffentlich-rechtlichen Institute, zu 26% auf die Kreditbanken und zu 19% auf die Genossenschaftsbanken. Die bemerkenswertesten Veränderungen im letzten Jahrzehnt waren das Wachstum der Verbände von Sparkassen und Genossenschaftsbanken, zulasten der Spezialbanken (insbesondere der Hypothekenbanken) und der Landesbanken. Um einen sinnvollen Vergleich ziehen zu können, dient das Jahresende 2005 als Ausgangsbasis. Dies vermeidet signifikante Verzerrungen aufgrund der im Herbst 2005 erfolgten Übernahme einer der Großbanken durch einen ausländischen Wettbewerber (die zu einer erheblichen Verschiebung der Marktanteile von den inländischen Kreditbanken zu den Auslandsbanken führte).

### Chemie 18



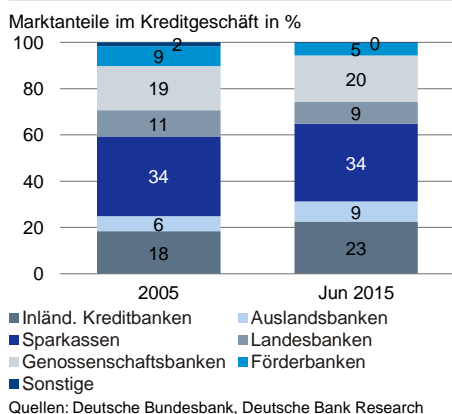
Innerhalb des Unternehmenssektors kommt der Industrie in Deutschland eine besondere Bedeutung zu. Auch hier, beim Verarbeitenden Gewerbe (Kreditvolumen: EUR 128 Mrd.), stellt sich die Marktpräsenz der einzelnen Bankengruppen relativ ausgewogen dar, allerdings mit einer etwas stärkeren (und gewachsenen) Rolle der einheimischen privaten Banken, während die Spezialinstitute in diesem Segment praktisch nicht aktiv sind.

Das Kreditgeschäft (EUR 9 Mrd.) mit einer für die deutsche Volkswirtschaft ausgesprochen wichtigen Branche, der Chemieindustrie, hat in den letzten zehn Jahren gravierende Veränderungen erlebt. Hier dominierten früher die Auslandsbanken, heute sind es die inländischen Kreditbanken. Gleichzeitig ist es den Sparkassen gelungen, ihren Anteil auf 21% mehr als zu verdoppeln.

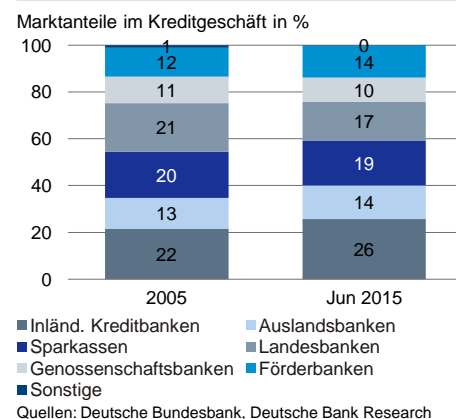
Das Geschäft mit der Metallindustrie (EUR 24 Mrd.) zeichnete sich durch mehr Stabilität aus; hier konnten die Sparkassen ihre Führungsposition behaupten.

Bei den beiden wahrscheinlich wichtigsten Wirtschaftszweigen Deutschlands, den in der Bankenstatistik zusammengefassten Maschinenbau/Automobilindus-

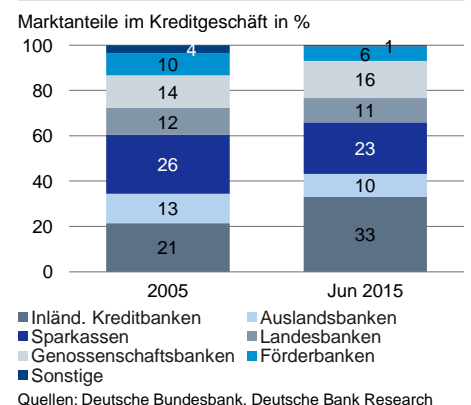
### Metall 19



### Maschinenbau/Auto 20



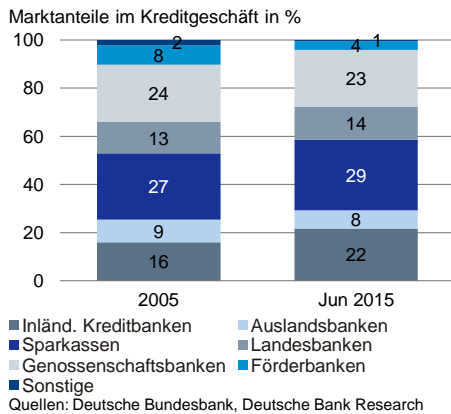
### Elektrotechnik 21





## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Ernährung 22

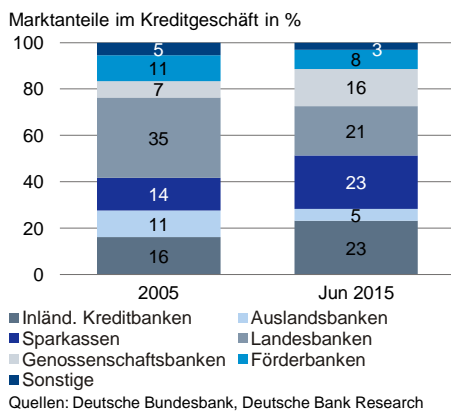


trie (EUR 34 Mrd.), verteilen sich die Marktanteile der verschiedenen Bankengruppen recht gleichmäßig. Auffällig ist allerdings die außergewöhnlich große Rolle, die die Förderbanken auf diesem Feld spielen und die sie seit 2005 sogar noch etwas auszubauen konnten.

In der Elektrotechnik wiederum (EUR 13 Mrd.) haben sich die einheimischen Kreditbanken mittlerweile die Spitzenposition erarbeitet und vereinen ein Drittel des Kreditbuchs mit dieser Branche auf sich.

In der letzten der hier betrachteten Branchen des Verarbeitenden Gewerbes, der Nahrungsmittelindustrie (EUR 16 Mrd.), bietet sich ein relativ ausgewogenes Bild, denn alle drei klassischen Säulen sind hier ähnlich solide vertreten. Selbst die beiden Marktführer, Sparkassen und Kreditbanken, repräsentieren jeweils nicht einmal 30% des Gesamtmarktes.

### Versorger/Bergbau 23

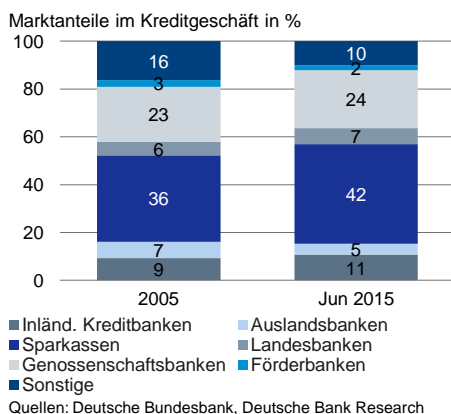


Außerhalb der Industrie und des auf der nächsten Seite analysierten Dienstleistungssektors stellt sich die Lage insgesamt wesentlich heterogener dar. Bei den Versorgern/Bergbau (EUR 99 Mrd. – fast eine Verdreifachung des Niveaus von 2005) haben Verbände und inländische Kreditbanken in den letzten Jahren massiv an Gewicht gewonnen, während die Landesbanken ihre Führung verloren und die Auslandsbanken heutzutage nur noch unter fernem liefen laufen.

Am Bau (EUR 61 Mrd.) fanden im Zeitablauf weniger dramatische Verschiebungen statt. Dafür ist hier die Dominanz von Sparkassen und, in geringerem Maße, auch Genossenschaftsbanken besonders ausgeprägt, auf die zusammen zwei Drittel der Kreditvergabe entfallen. Die privaten Kreditbanken dagegen kommen für ihre Verhältnisse auf einen deutlich unterdurchschnittlichen Anteil.

Im Geschäft mit dem Handel (EUR 123 Mrd.) sieht es weniger spektakulär aus; hier herrschte relative Konstanz während des letzten Jahrzehnts und es besteht auch heute noch eine ziemlich ausgeglichene Marktverteilung.

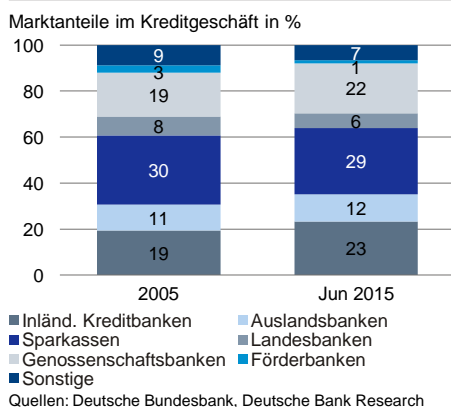
### Bau 24



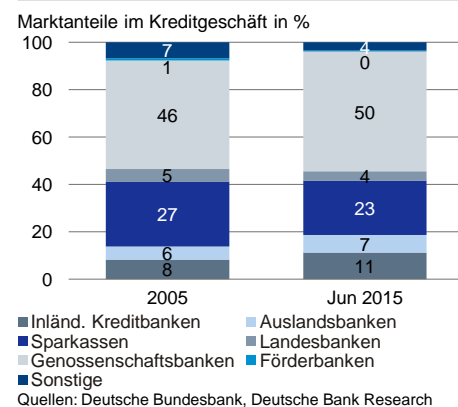
Die Landwirtschaft (EUR 49 Mrd., nach starkem Wachstum in den letzten Jahren) ist traditionell eine Domäne der Genossenschaftsbanken, die ihren Ursprung ja unter anderem in den auf gegenseitige Unterstützung von Bauern angelegten Raiffeisenbanken haben. Die Hälfte des Kreditmarkts mit landwirtschaftlichen Betrieben machen demzufolge die Volks- und Raiffeisenbanken aus, mit weitem Vorsprung vor den Sparkassen. Die privaten Geschäftsbanken sind hingegen unterrepräsentiert (bei immerhin steigendem Marktanteil).

Der Verkehrsbereich (EUR 67 Mrd.) ist eine klassische Stärke der Landesbanken. Daran hat sich seit 2005 auch wenig geändert, obwohl die inländischen Kreditbanken substantiell zugelegt haben. Eine für ihre Verhältnisse nur unterentwickelte Marktposition nehmen die Sparkassen und die genossenschaftlichen Banken ein.

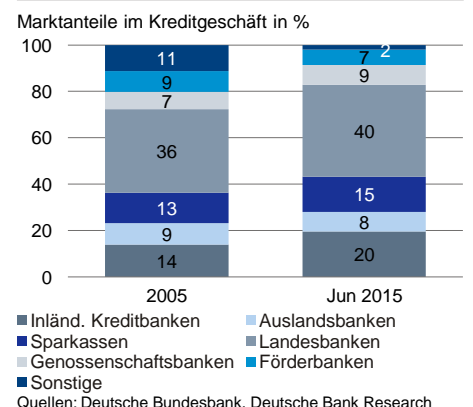
### Handel 25



### Landwirtschaft 26



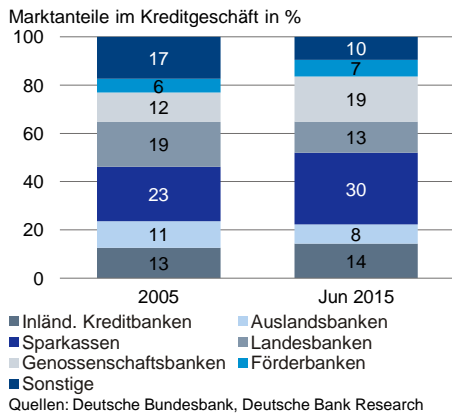
### Verkehr 27





## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

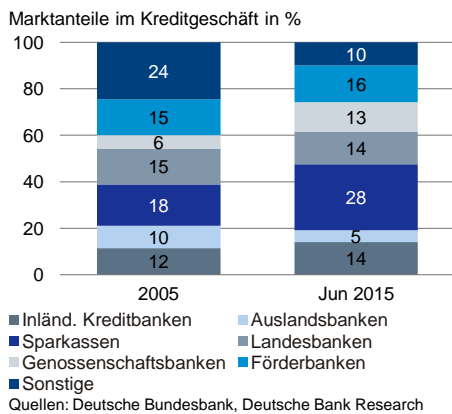
### Dienstleistungen insgesamt 28



Der Dienstleistungssektor (in der Abgrenzung der Bankenstatistik der Bundesbank) macht mit einem Volumen von zusammen EUR 651 Mrd. genau die Hälfte des gesamten Marktes für Kredite an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland aus und ist daher für die Banken von herausragender Bedeutung. Im Aggregat sind alle Bankengruppen relativ gleichmäßig vertreten, mit einer gewissen Schwäche der Kreditbanken. Die Verbände aus Sparkassen und Genossenschaften haben hier beide in den letzten Jahren die kräftigsten Sprünge nach vorn gemacht (zulasten der Spezialinstitute und Landesbanken) und decken so heute gemeinsam fast die Hälfte des Kreditmarkts mit Dienstleistern ab.

Innerhalb des Sektors nehmen wiederum Firmen mit Immobilienbezug eine hervorgehobene Stellung ein, denn sie stehen für über 50% des Gesamtportfolios. Dazu gehören zum einen die Wohnungsunternehmen (EUR 191 Mrd.). Auch hier findet sich aktuell eine eher ausgewogene Marktanteilsverteilung nach Bankengruppen, nachdem die Hypothekendarlehenbanken ihre früher dominante Rolle in den vergangenen Jahren eingebüßt und teilweise an die Sparkassen abgetreten haben.

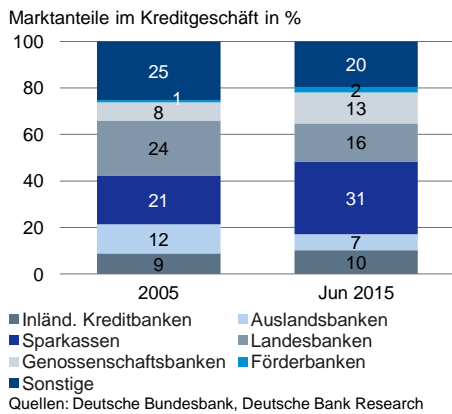
### Wohnungsunternehmen 29



Zum anderen fallen unter die Immobilienbranchen die Unternehmen des gewerblichen Immobilienbereichs mit ähnlich hohen Ausleihungen von EUR 175 Mrd. Hier konnten sich die Spezialbanken noch weitgehend behaupten, obgleich sie die Spitzenposition ebenfalls an die Sparkassen übergeben mussten.

Die überwiegend lokal operierenden Sparkassen und Genossenschaften haben eine geradezu überwältigende Stellung im Tourismus/Gastronomiesektor, die sie seit 2005 sogar noch leicht ausbauen konnten. Auf sie entfallen mehr als drei Viertel des Kreditgeschäfts mit diesem Wirtschaftszweig (insgesamt EUR 22 Mrd.), wohingegen alle anderen Bankengruppen nahezu marginalisiert sind.

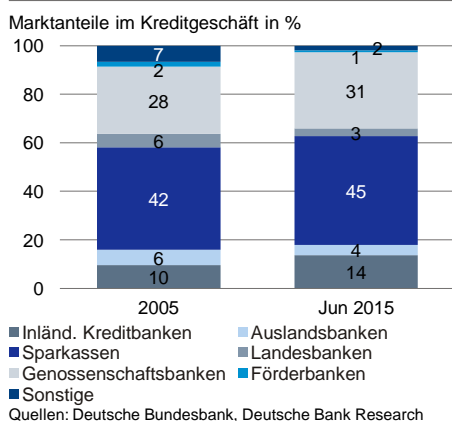
### Gewerbeimmobilien 30



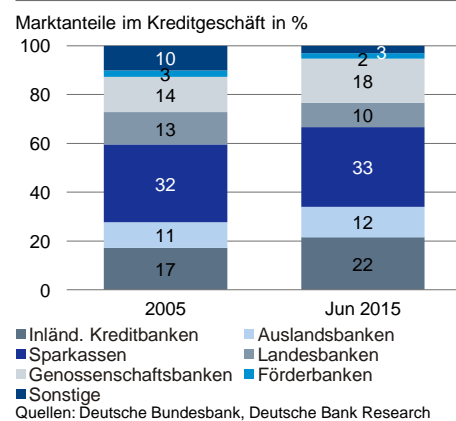
Die privaten Geschäftsbanken wie auch die Landesbanken sind besser vertreten in einer der prominentesten und wachstumsträchtigsten Branchen der deutschen Volkswirtschaft überhaupt – Telekom/Beratung/Werbung, den unternehmensnahen Dienstleistungen. Von einem Kreditbestand von EUR 97 Mrd. findet sich jeweils rund ein Drittel bei den beiden Marktführern, den Kreditbanken und den Sparkassen.

Ebenfalls eine strukturelle Wachstumsbranche ist die Gesundheit, erst recht in einer alternden Gesellschaft wie der deutschen. Allerdings ist diese zunehmende Bedeutung praktisch nicht kreditfinanziert; im Wesentlichen stagniert das Kreditvolumen seit 2005 und liegt heute bei EUR 77 Mrd. Die Gesundheit ist traditionell eine Hochburg der Genossenschaftsbanken, die hier auch noch beträchtlich an Marktanteilen hinzugewinnen konnten.

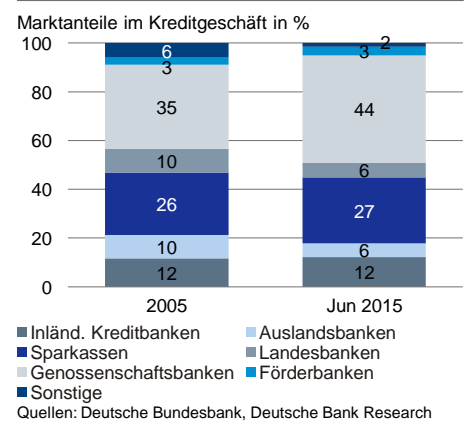
### Tourismus/Gastronomie 31



### Telekom/Beratung/Werbung 32



### Gesundheit 33







## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Neben der Betrachtung aus Branchensicht bietet eine Aufschlüsselung aus der Perspektive der Bankengruppen interessante Einblicke in relative Stärken und Schwächen der Institute in den einzelnen Wirtschaftszweigen. Dabei wird der Marktanteil einer Bankengruppe in einer bestimmten Branche mit dem Marktanteil dieser Bankengruppe im gesamten Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen verglichen.

Summa summarum zeigt die folgende Tabelle, dass die inländischen Kreditbanken eine (für ihre Verhältnisse) stärkere Position in der Industrie und eine eher schwächere bei Dienstleistern besitzen. Tendenziell umgekehrt ist es bei den Sparkassen. Die Landesbanken verfügen mit Versorgern/Bergbau und Verkehr nur über zwei ausgeprägte Stärken und liegen sowohl beim Verarbeitenden Gewerbe als auch dem Dienstleistungssektor eher unter ihrem eigenen Durchschnitt über alle Branchen hinweg. Die Genossenschaftsbanken können insgesamt auf das ausgewogenste Kreditportfolio verweisen; ihre relativen Marktpositionen sind gegenüber den anderen Bankengruppen am besten „gemischt“. Die Förderbanken haben eindeutige Schwerpunkte in ausgewählten verarbeitenden Industrien und bei den Wohnungsunternehmen. Dafür sind sie in den Branchen außerhalb von Industrie und Dienstleistern sowie den übrigen Segmenten des Dienstleistungsmarktes gemessen am eigenen Maßstab unterrepräsentiert.

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

\* Der Autor dankt Julius Böttger für seine Unterstützung beim Verfassen dieses Kapitels.

### Übersicht: Relative Stärken und Schwächen der Bankengruppen in einzelnen Branchen

34

Abweichung des Marktanteils vom Durchschnitt der jeweiligen Bankengruppe bei allen Krediten an Unternehmen & Selbstständige\*

	Verarbeitendes Gewerbe insgesamt	Chemie	Metall	Maschinenbau/Auto	Elektrotechnik	Ernährung	Versorger/Bergbau	Bau	Handel	Landwirtschaft	Verkehr	Dienstleistungen insgesamt	Wohnungsunternehmen	Gewerbeimmobilien	Tourismus/Gastronomie	Telekom/Beratung/Werbung	Gesundheit
Kreditvolumen seit 2005**	↗	↘	↕	↕	↗	↘	↕	↕	↗	↕	↕	↗	↕	↘	↗	↕	↗
Inländ. Kreditbanken	+	+	+	+	+	+	+	-	+	-	0	0	-	-	-	+	-
Auslandsbanken	0	0	0	+	0	0	-	-	+	0	0	0	-	0	-	+	0
Sparkassen	0	-	+	-	-	0	-	+	0	-	-	0	0	+	+	+	0
Landesbanken	0	0	-	0	-	0	+	-	-	-	+	0	0	0	-	-	-
Genossenschaftsbanken	0	-	0	-	0	+	0	+	0	+	-	0	-	-	+	0	+
Förderbanken	0	+	0	+	0	0	0	-	-	-	0	0	+	-	-	-	0

\* "-" < Abweichung -3 %-Punkte ≤ "0" ≤ Abweichung +3 %-Punkte < "+"

\*\* Kreditvolumen:

- ↘ Wachstum < -10%
- ↗ -10% ≤ Wachstum ≤ +10%
- ↕ Wachstum > +10%

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

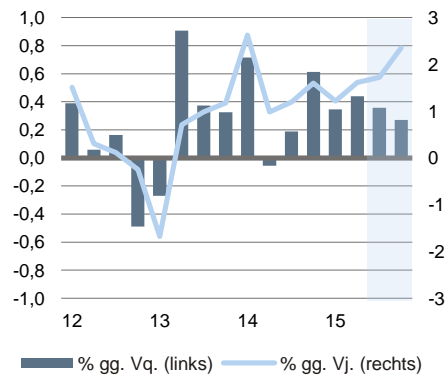


Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Deutsche Konjunktorentwicklung

35

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

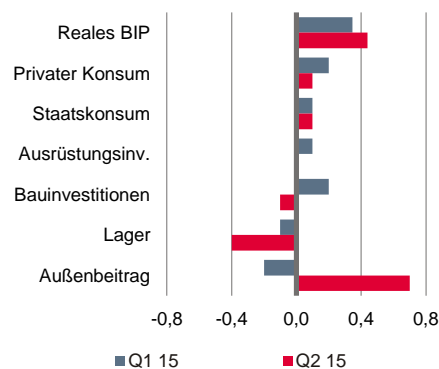
Moderate Wachstumsbeschleunigung in Q2, aber schwächerer Ausblick für H2 2015

- Das Wachstum der deutschen Wirtschaft zog in Q2 moderat auf 0,4% gg. Vq. an. Die Binnenwirtschaft dämpfte durch einen Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen und einen Lagerabbau. Die Ausrüstungsinvestitionen kamen fast zum Stillstand und die Bauinvestitionen gingen zurück. Sogar der private Konsum schwächte sich ab. Hauptwachstumstreiber waren die Nettoexporte, die die – wohl temporäre – Schwäche der Binnenkonjunktur mehr als ausgleichen konnten.
- In Q3 dürfte der private Konsum ölpreisbedingt zwar einen deutlichen Schub bekommen. Dieser dürfte aber wahrscheinlich durch die rauen internationalen Gegenwinde, welche die Exporte belasten und damit auch die Investitionen, überkompensiert werden. Unsere Prognose für Q3 haben wir daher um 0,1%-Punkte auf 0,4% gg. Vq. gesenkt.
- Trotz dieser Q3-Revision erhöhen wir unsere BIP-Prognose für 2015 marginal auf 1,7%. Dies geht auf eine minimale Aufwärtsrevision für das erste Halbjahr und Veränderungen der Wachstumskomponenten zurück. Wir sehen die Binnennachfrage und insb. den privaten Konsum weiterhin als primäre Wachstumsstütze. Das außenwirtschaftliche Umfeld dürfte herausfordernd bleiben und stellt das Hauptrisiko für unsere Prognose dar.

Nettoexporte Hauptwachstumstreiber in Q2

36

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

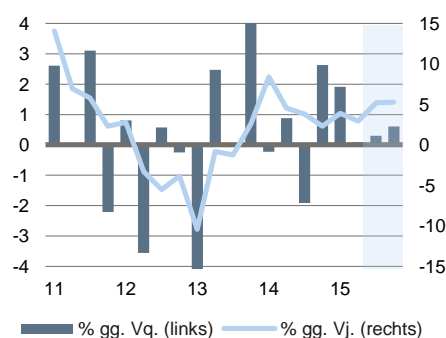
Q2 2015: Nettoexport einziger Wachstumsmotor

Nachdem die deutsche Wirtschaft mit einem (angesichts der Frühindikatoren) enttäuschenden Wachstum von nur 0,3% gg. Vq. in das Jahr 2015 startete, beschleunigte sich das BIP-Wachstum im zweiten Quartal etwas auf 0,4% gg. Vq. Dies war im Einklang mit unserer Erwartung, aber etwas schwächer als vom Markt erwartet (Reuters Konsensus: +0,5% gg. Vq.). Während die Binnenwirtschaft das Wachstum in Q2 dämpfte, zeigten die Nettoexporte Stärke. Im Vergleich zum Vorjahresquartal zog das Wachstum von 1,2% in Q1 auf 1,6% in Q2 an.

Die Schwäche der Binnenwirtschaft im 2. Quartal folgte auf zwei Quartale soliden Wachstums. Dies ging vor allem auf eine enttäuschende Entwicklung der Bruttoanlageinvestitionen und eines Lagerabbaus zurück. Die Nettoexporte konnten dank des kräftigen Wachstums der Exporte den negativen Beitrag der Binnenwirtschaft mehr als ausgleichen. Allerdings dürfte sich der Nettoexport angesichts des rauen internationalen Umfelds deutlich abschwächen.

Etwa Stagnation der Ausrüstungsinvestitionen in Q2

37



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Binnenwirtschaft kostete 0,3%-Punkte an BIP-Wachstum, wobei der private Konsum sich zwar abschwächte, aber immer noch 0,1%-Punkte zum Gesamtwachstum beitrug (0,2% gg. Vq.). Die Abschwächung kam nach kräftigen Zuwächsen in den drei vorangegangenen Quartalen von durchschnittlich 0,7% gg. Vq. Angesichts der günstigen Fundamentalfaktoren dürfte dies nur eine temporäre Verlangsamung sein.

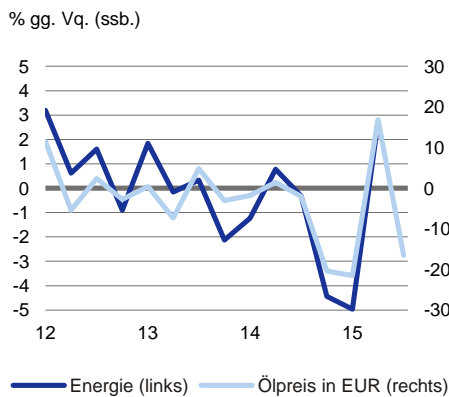
- Die temporäre Erholung des Ölpreises und der Anstieg der Sparquote dämpften den privaten Konsum im zweiten Quartal recht kräftig. Nach einem Rückgang des Ölpreises um 22% gg. Vq. stieg dieser im zweiten Quartal um +17% gg. Vq. Dies führte zu einem Anstieg der Energiekomponente des HVPI von rund 3%, was ceteris paribus eine Belastung bei den nominalen Konsumausgaben von 0,3% gg. Vq. bedeutet. Die privaten Haushalte erhöhten ihre Sparquote von 9,5% auf 9,7%, was den privaten Konsum um 0,2%-Punkte dämpfte.



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Temporäre Gegenbewegung bei Energiepreisen in Q2

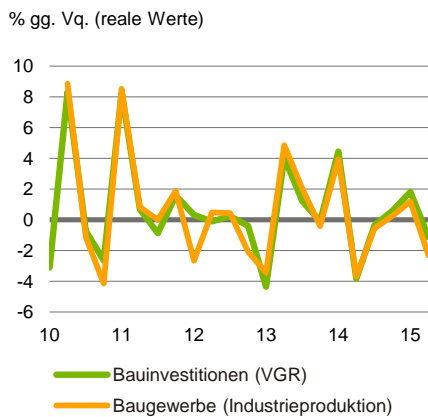
38



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Bauinvestitionen in Q2 gefallen

39

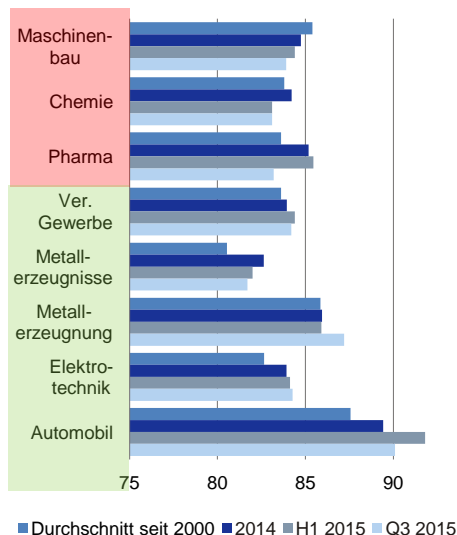


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Auslastung der Industrieunternehmen in Q3 zum zweiten Mal gefallen

40

Kapazitätsauslastung, sb., %



Quelle: ifo

- Günstig für den privaten Konsum wirkten weiter die gute Arbeitsmarktsituation und die erhöhte Zuwanderung. Die Beschäftigung stieg erneut auf einen neuen Höchststand von 42,8 Millionen Personen. Der Beschäftigungsaufbau verlangsamte sich allerdings relativ deutlich von +0,8% gg. Vj. Ende 2014 auf nur noch +0,4% gg. Vj. Die Erwerbsquote blieb gg. dem Vorquartal unverändert bei 54,1% und die Erwerbslosenquote fiel auf 4,4%, dem niedrigsten Wert seit der Wiedervereinigung. Die Arbeitnehmerentgelte je Stunde stiegen um 0,9% gg. Vq. (+2,7% gg. Vj.), was vor dem Hintergrund des Konsumdeflators (+0,5% gg. Vq.; +0,9% gg. Vj.) zu soliden Reallohnerhöhungen führte. Die ersten negativen Effekte der Mindestlohneinführung zeigen sich aber bereits bei einem deutlichen Rückgang der geringfügig entlohnt Beschäftigten.
- Die Nettozuwanderung erhöhte sich im Jahr 2014 erneut auf wahrscheinlich über 500.000 Personen und trug damit etwa 1/3 des BIP Wachstums 2014 bei. Rund 1,4 Millionen Personen – nach 1992 (1,5 Millionen) der zweithöchste Wert der vergangenen 65 Jahre – wanderten nach Deutschland ein. Hauptherkunftsländer waren Rumänien, Polen und Bulgarien, wobei der hohe Zustrom aus Rumänien und Bulgarien auf die Öffnung des deutschen Arbeitsmarktes für diese Länder zurückzuführen ist.<sup>1</sup> Die Öffnung des Arbeitsmarktes Richtung Kroatien ab Juli 2015 dürfte für einen erneuten Schub an Arbeitsmigration sorgen. Der Zustrom von wahrscheinlich 800.000 Asylbewerbern in diesem Jahr stellt eine enorme Herausforderung dar.<sup>2</sup>

Im Vergleich zum Vorjahr stiegen die realen Konsumausgaben (+1,9%) vor allem für Verkehr und Nachrichtenübermittlung sowie Nahrungsmittel (Wachstumsbeitrag: 0,5%-Punkte), übrige Verwendungszwecke (0,4%-Punkte; bspw. Gesundheitspflege, Bildungswesen, Versicherungs- und Finanzdienstleistungen) und Wohnen inkl. Nebenkosten (0,3%-Punkte).

Die **Bruttoinvestitionen** waren im ersten Quartal insgesamt enttäuschend und kosteten 0,4%-Punkte am Q2-Wachstum. Es fand ein **Lagerabbau** statt und die **Bruttoanlageinvestitionen** fielen durch den deutlichen Rückgang bei den Bauinvestitionen. Einen Rückgang der **Bauinvestitionen** hatten wir erwartet, da wir mit einer Gegenbewegung nach den vorherigen von der milden Witterung begünstigten starken Quartalen rechneten. Die Höhe des Rückgangs überraschte aber (-1,2%). Während sich das Wachstum bei den Investitionen in Wohnbauten abschwächte (0,5% gg. 2,5% gg. Vq.), sanken die Investitionen in Nicht-Wohnbauten deutlich (-3,6% gg. +0,9% gg. Vq.). Angesichts der relativ hohen Volatilität bei den Quartalsdaten und den günstigen zugrundeliegenden Fundamentalfaktoren für Wohnungsbauinvestitionen dürfte die Verlangsamung temporär sein. Der Rückgang der öffentlichen Bauinvestitionen (-3,3%) dürfte aufgrund der bereits angekündigten zusätzlichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen ebenfalls vorübergehend sein. Die Unternehmensinvestitionen in Nicht-Wohnbauten (-3,6% gg. Vq.), die etwa 70% der Gesamtinvestitionen in Nicht-Wohnbauten ausmachen, dürften weiter schwach bleiben.

Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen kam so gut wie zum Stillstand (+0,1% gg. Vq.). Das Investitionsumfeld bleibt in Folge der Kapazitätsauslastung, die zwei Quartale hintereinander fiel und nur leicht über dem langfristigen Durchschnitt liegt (Q3: 84,2 vs. 83,6%), dem kräftigen internationalen Gegenwind und der dämpfenden Wirtschaftspolitik der Großen Koalition weiter angespannt. Wenn Investitionen getätigt werden, dürften dies daher zum Großteil Ersatzinvestitionen sein. Nach wie vor sticht unter den Sektoren der Automobilsektor mit einer Auslastung von 90,1% positiv hervor, aber im Vergleich zum 1.

<sup>1</sup> Siehe Bräuninger, D.; Peters, H. (2015) Anhaltender Zuwanderungsboom 2014, aber Politik bleibt gefordert. Aktueller Kommentar. 17. Juni 2015. Deutsche Bank Research.

<sup>2</sup> Siehe Bundesamt für Migration und Flüchtlinge. Prognoseschreiben zur Zahl der im Verteilsystem EASY registrierten Personen nach § 44 Abs. 2 AsylVfG vom 20.08.2015.

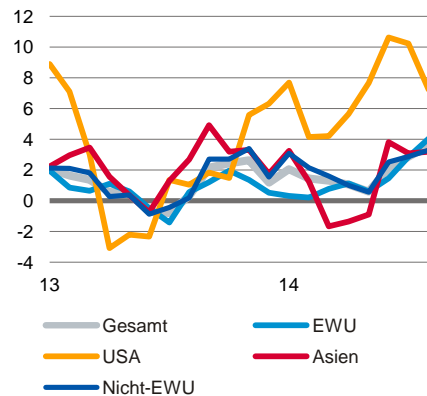


## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### USA Stütze für deutsche Exporte

41

Veränderung (3M vs. 3M davor, %)

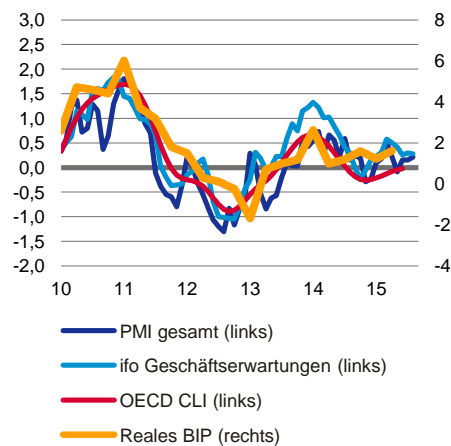


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### BIP-Wachstum und Frühindikatoren

42

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

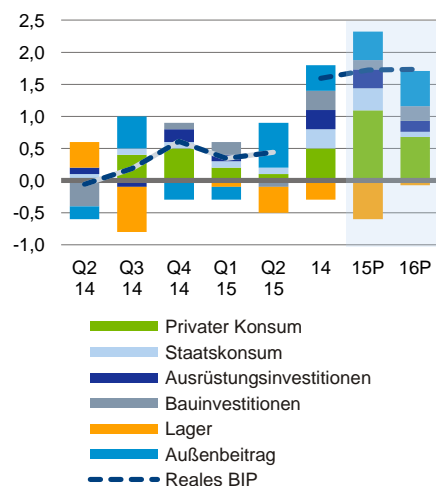


Quellen: Markit, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt

### Binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum

43

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



Quellen: Statistisches Bundesamt,  
Deutsche Bank Research

Hj. fiel die Auslastung um 1,7%-Punkte. Der deutsche Automobilbau profitierte von der wieder anziehenden Nachfrage in Westeuropa und Deutschland. Zudem sorgte die gute Autokonjunktur in den USA zusammen mit der EUR-Schwäche für eine kräftige Nachfrage. Deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt war die Kapazitätsauslastung im Maschinenbau. Hier dämpfte vor allem die gefallene Nachfrage aus vielen Ölstaaten. Die Auslastung im Chemiesektor blieb weiter schwach.

### Nettoexporte Hauptwachstumstreiber in Q2

Die Nettoexporte waren in Q2 der Hauptwachstumstreiber und glichen die Schwäche der Binnenkonjunktur mehr als aus. Das preisbereinigte Exportwachstum beschleunigte sich auf kräftige 2,2% gg. Vq. – der höchste Wert seit Q1 2011 – und das Importwachstum verlangsamte sich auf 0,8% gg. Vq. Die deutschen Exporte profitierten von der Euroschwäche sowie der kräftigen Nachfrage vor allem nach Autos, insbesondere aus den USA. Die USA lösten Frankreich als größtes Zielland deutscher Exporte seit Jahresanfang ab (+25% gg. Vj. in H1; 9,6%-Anteil an nominalen Gesamtexporten). Der Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum belief sich auf 0,7%-Punkte, nachdem die Nettoexporte in den Quartalen zuvor dämpften (Q4: -0,3; Q1: -0,2%-Punkte), als die solide Binnenkonjunktur für ein kräftiges Importwachstum sorgte.

### Wiedererstarke Binnenkonjunktur in Q3

Im dritten Quartal dürfte der Hauptwachstumsimpuls wieder von der Binnenkonjunktur kommen, die erneut einen kräftigen Schub durch einen niedrigeren Ölpreis erhalten dürfte (-17% im bisherigen Q3). Beim Nettoexport dürfte sich angesichts der starken internationalen Gegenwinde das Wachstum der Exporte verlangsamen. Gleichzeitig dürfte die wieder höhere inländische Nachfrage zu stärkeren Importen führen.

Per Saldo dürften sich die Konjunkturaussichten leicht eingetrübt haben, so dass wir die Prognose für das dritte Quartal kürzlich marginal auf 0,4% gg. Vq. gesenkt haben, was auch die Entwicklung der Stimmungsindikatoren widerspiegelt (PMI Gesamt und ifo-Geschäftserwartungen).

### Deutsche Bank Prognose: BIP-Wachstum von 1,7% in 2015

Seit der Veröffentlichung der vorherigen Ausgabe des Monitors Unternehmensfinanzierung Anfang Juni – damals hatten wir unsere Prognose für das Jahr 2015 durch den enttäuschenden Start ins Jahr deutlich von 2,0% auf 1,6% gesenkt – haben wir unsere Prognose trotz der Q3-Abwärtsrevision marginal auf 1,7% nach oben angepasst. Diese leichte Prognoseanpassung geht allerdings nicht auf eine Änderung unserer grundsätzlichen Einschätzungen zurück, sondern auf eine minimale Aufwärtsrevision für das erste Halbjahr und Veränderungen der Wachstumskomponenten. Wir sehen die Binnennachfrage und insbesondere den privaten Konsum weiterhin als primäre Wachstumstütze. Das außenwirtschaftliche Umfeld dürfte herausfordernd bleiben und stellt das Hauptrisiko für unsere Prognose dar. Mit der aktuellen Prognose für 2015 liegen wir leicht über dem Bloomberg Consensus, der am 17. August relativ deutlich von 1,8% auf 1,6% gefallen war.

Dass sich das Konjunkturbild seit Anfang Juni nicht grundlegend geändert hat, spiegelt sich auch in der Entwicklung unseres Makro-Überraschungsindex für Deutschland wider, der die monatlichen Konjunkturdaten ins Verhältnis zu den Erwartungen setzt. Dieser bewegte sich innerhalb eines engen Bandes (+/- 1



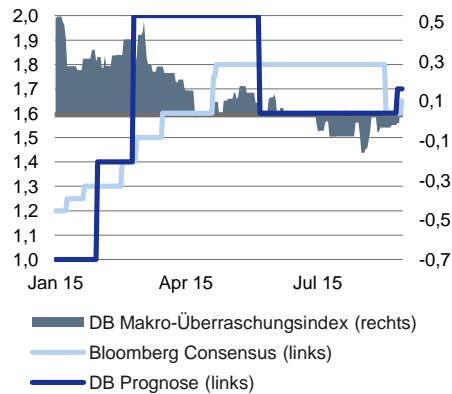


## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Deutsche Bank BIP-Prognose  
Deutschland 2015 vs. Bloomberg  
Consensus

44

% gg. Vj. (links); Durchschnitt der z-Werte der  
vergangenen 20 Überraschungen (rechts)

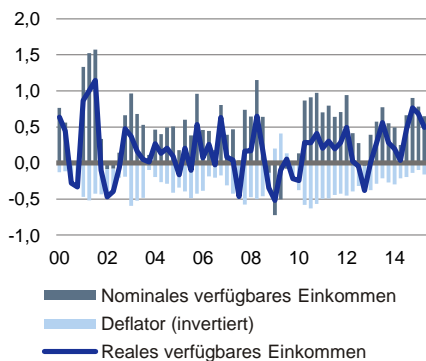


Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Reale Kaufkraft profitiert von sinken-  
der Inflation

45

% gg. Vq., gl. 3Q Schnitt, sb.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank  
Research

Standardabweichung), drehte kürzlich in den leicht positiven Bereich und deutet auf ein aktuell ausgeglichenes Risikoprofil für unsere Prognose 2015 hin.

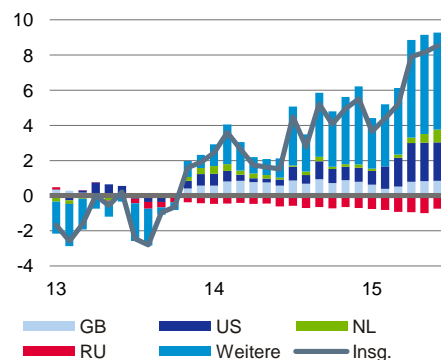
Der Hauptwachstumstreiber dürfte im Jahr 2015 die Binnenwirtschaft sein. Der **private Konsum** dürfte mit etwa 2% so stark wachsen wie die letzten 15 Jahre nicht mehr. Zurück geht dies auf einen vor allem ölpreisbedingten Konsumschub und die solide Arbeitsmarktlage. Die Beschäftigung dürfte dank der zugrundeliegenden robusten Konjunktorentwicklung und der anhaltend hohen Nettozuwanderung erneut auf einen neuen Rekord klettern. Angesichts der negativ auf den Arbeitsmarkt wirkenden Einführung des Mindestlohns und des rauen internationalen Umfelds, welches die deutschen Exporteure bei ihren Beschäftigungsplanungen auf Sicht fahren lassen, dürfte sich der Beschäftigungsaufbau im Jahresverlauf allerdings erheblich von 0,8% gg. Vj. Ende-2014 auf 0,1% gg. Vj. Ende-2015 verlangsamen. Im Jahresverlauf dürfte die Arbeitslosenquote zwar auf 6,4% fallen (2014: 6,7%), aber die Zahl der Arbeitslosen könnte sich in der zweiten Jahreshälfte moderat erhöhen. Die realen Tariflöhne dürften mit etwa 2 ½% deutlich steigen, der höchste Zuwachs seit 20 Jahren. Als Folge der Einführung des Mindestlohns dürften die Arbeitnehmerentgelte sogar noch stärker steigen als die Tariflöhne. Die bedeutendsten Abschlüsse der Tarifrunde 2015 gab es im der chemischen Industrie, dem Einzelhandel, der Metall- und Elektroindustrie, dem öffentlichen Dienst der Länder und dem Versicherungsgewerbe. Das Streikvolumen dürfte 2015 noch einmal steigen und deutet auf einen kampflustigeren Kurs von Seiten der Spartengewerkschaften – häufig mit Spezialthemen. Im Jahr 2014 gab es 155 Tausend Streiktage.

**Der raue internationale Gegenwind dürfte für die deutschen Exporteure weiter eine Herausforderung darstellen.** In der ersten Jahreshälfte war das Wachstum der deutschen Exporteure angesichts des deutlich schwächeren Welthandels überraschend hoch. Zurück geht dies auf den schwächeren EUR und vor allem die dynamische US-Nachfrage (+25% gg. Vj. in H1; 9,6%-Anteil an Gesamtexporten). Der schwächere Euro stärkte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exporteure. Fast zwei Drittel des Exportwachstums gingen auf den Euro-getriebenen Bewertungseffekt zurück. Während der Wert der US-Exporte in H1 um 24% gg. Vj. zulegte, stiegen die in Tonnen gemessenen Exporte nur um 6,5%. Dies deutet darauf hin, dass deutsche Exporteure mit dem Währungsvorteil bislang ihre Margen stärkten statt ihre Preise zu senken. Die hohe US-Nachfrage ging vor allem auf Automobile, sonstige Fahrzeuge (z.B. Flugzeuge und Schiffe), Pharmazeutika und Maschinen zurück, die zusammen 70% der Beschleunigung trugen. Die nachlassende Dynamik des US-Autoabsatzes (Jan.: +9,5% gg. Vj.; Juli: +3,5%, gl. 3M-Schnitt) und die volatile Aufwertung des Euro gg. dem US-Dollar seit Mitte März deuten darauf hin, dass die deutschen US-Exporte an Tempo verlieren dürften.

Russland schwächt deutsche  
Exportentwicklung

46

Wachstumsbeitrag %-Punkte, % gg. Vj.

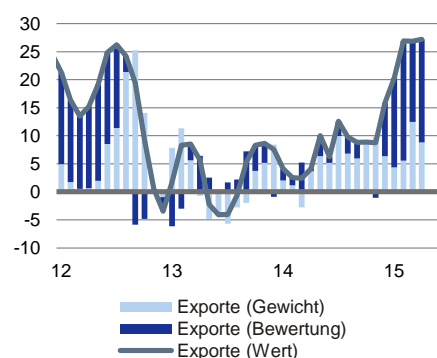


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank  
Research

Starkes Exportwachstum in die USA

47

% gg. Vj.

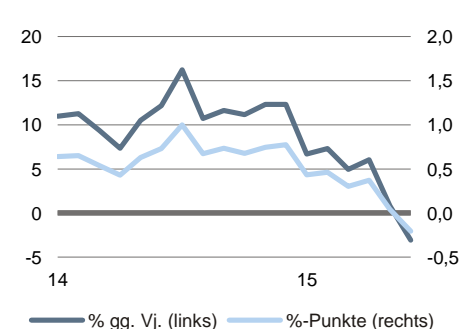


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank  
Research

Exporte nach China deutlich gefallen

48

% gg. Vj. (links), Beitrag zu gesamten  
Exportwachstum, %-Punkte (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank  
Research



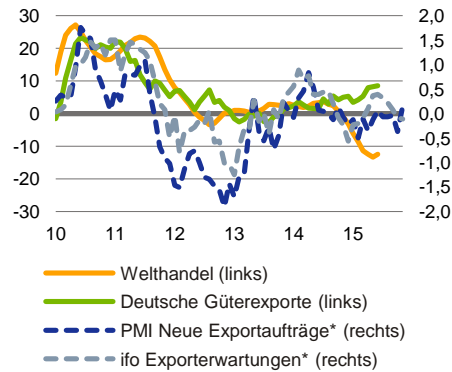


## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Gedämpfter Exportausblick

49

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



\* Vorlauf von 3 Monaten

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

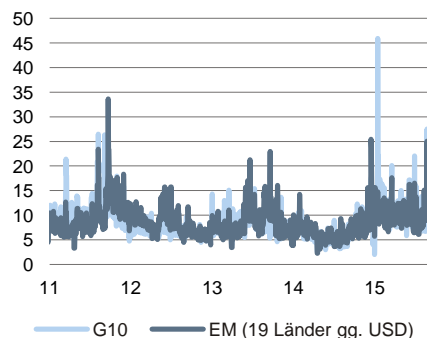
Hinzu kommt der äußerst schwache Welthandel (real +1,1%; nominal -12,4% gg. Vj.; laufender 3-Monatsdurchschnitt) und die volatile Aufwertung des EUR vor allem gegenüber den Schwellenländerwährungen, die unsere Erwartung stützen, dass der deutsche Außenhandel sich wahrscheinlich nur temporär von der schwachen Entwicklung des Welthandels abkoppelt. Der Welthandel wird durch die schwierige Situation einiger Schwellen- und Entwicklungsländer gedämpft. Deutsche Exporte nach China (Rang 5; 6,0% der Gesamtexporte) schwächten sich schon merklich ab und die schwachen Rohstoffpreise werden vor allem die Nachfrage der Hauptrohstoffproduzenten merklich dämpfen. Stabilisieren dürfte die Nachfrage aus der Eurozone dank des anhaltenden, moderaten Aufschwungs.

Die Stimmungsindikatoren (PMI Neue Exportaufträge, ifo-Exporterwartungen) bestätigen den Ausblick einer spürbaren Exportabschwächung in den nächsten Monaten. So fielen die ifo-Geschäftserwartungen der exportstarken Industrie (Juli: 98,9; Aug: 97,6) auf den niedrigsten Stand seit Ende 2014, was auch die gesamtwirtschaftlichen Geschäftserwartungen leicht dämpfte. Im Jahresdurchschnitt dürften die deutschen Exporte dank des guten ersten Halbjahres um 5,7% gg. Vj. wachsen. Die Importe expandieren dank einer soliden Konsumnachfrage wohl etwas stärker (5,9% gg. Vj.). Die Nettoexporte dürften damit 0,5%-Punkte zum BIP-Wachstum beitragen.

### Volatilität bei Währungen seit Mitte des 2014 deutlich gestiegen

50

Historische Volatilität (24 Stunden-Intervall)



Die historische Volatilität ist definiert als die annualisierte Standardabweichung der logarithmischen Rendite über den Zeitraum hinweg.

Quelle: Bloomberg Finance LP

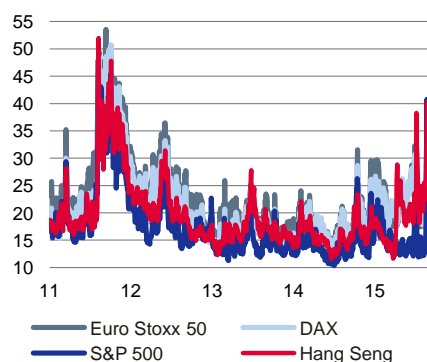
### Ausrüstungsinvestitionen: Anhaltend schwache Dynamik

Das Umfeld für Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge (Ausrüstungsinvestitionen) bleibt angesichts des angespannten internationalen Umfelds, der nur leicht über dem langfristigen Durchschnitt liegenden Kapazitätsauslastung und der dämpfenden heimischen Wirtschaftspolitik (Kostendruck der Energiewende, des Mindestlohns und der Rentenreform) angespannt. Das anhaltend extrem niedrige Zinsniveau wirkt zwar weiter günstig, aber die zuletzt drastische Erhöhung der Marktvolatilität in den vergangenen Wochen dürfte Zweifel an den globalen Wachstumsaussichten ausgelöst haben und damit an dem Ausblick der exportabhängigen deutschen Unternehmen. Zudem fielen die Rohstoffpreise, die oftmals als ein Frühindikator für die globale Nachfrage gesehen werden, auf das zuletzt im Jahr 1999 gesehene Niveau zurück. Einen erheblichen Einfluss auf die Volatilitäten und die Stimmung der Exporteure hat die Unsicherheit über den künftigen geldpolitischen Kurs der PBoC und der Fed. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften im Jahresdurchschnitt 2015 um 4,4% gg. Vj. steigen, was marginal schwächer als im Vorjahr ist.

### Aktienmarktvolatilität auf höchstem Niveau seit 2011

51

Volatilität, %-Punkte

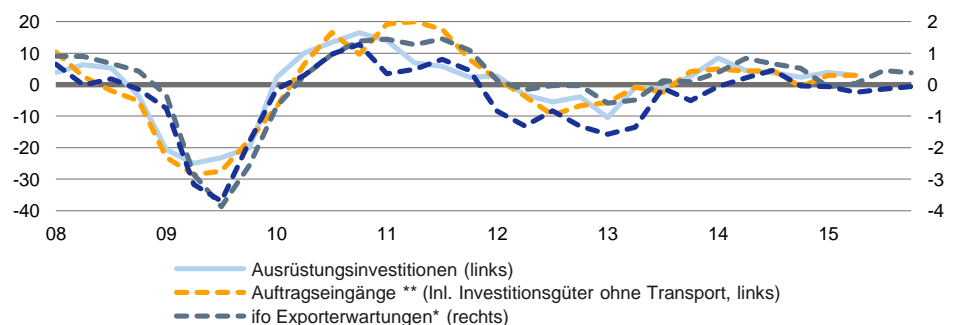


Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

### Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten

52

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



\*Vorlauf von \* 2Q \*\* 1Q

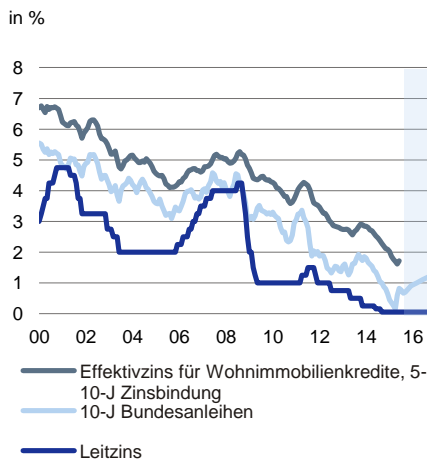
Quellen: ifo, Markt, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Baufinanzierung: Weiterhin niedriges Zinsniveau

53



Quellen: Bundesbank, EZB, Deutsche Bank Research

### Trotz günstigen Umfelds Wachstum der Bauinvestitionen verhalten

Das Wachstum der **Bauinvestitionen** dürfte 2015 um verhaltene 1,5% zulegen (2014: 2,9%). Dank weiter extrem niedriger Kreditzinsen (1,72%, Zinsbindung 5-10J.), guter Arbeitsmarktlage und erhöhter Nettozuwanderung dürfte sich der **Wohnungsbau**, der 60% der Bauinvestitionen ausmacht, weiter positiv entwickeln. Zudem dürften sich die geplanten zusätzlichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen bei den staatlichen Bauinvestitionen niederschlagen.

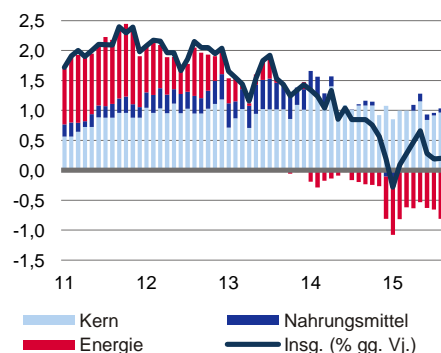
### Abgeschwächter Anstieg der Immobilienpreise

Etwas abgeschwächt dürfte sich die seit Anfang 2008 andauernde Aufwärtsbewegung der **Immobilienpreise** fortsetzen. Deutschlandweit lagen die Preise 2014 etwa 5 ¼% über dem Vorjahresniveau (2013: 7 ¼%). Für die „Top-7“-Städte lagen die Erhöhungen sogar bei 6,2% (2013: 9,1%). Dämpfend wirkt jedoch die Angebotsausweitung. Die Anzahl der Baugenehmigungen stieg im Jahr 2014 auf rund 285.000 (2013: 270 Tsd.) und deutet auf eine anhaltende Ausweitung der Fertigstellungen von Wohneinheiten hin (2013: rund 215 Tsd.). Die Nachfrage dürfte angesichts der günstigen Finanzierungsbedingungen, der hohen Nettozuwanderung sowie der weiteren Urbanisierung und der verringerten Haushaltsgröße hoch bleiben. Insgesamt dürfte sich der Preisdruck moderat abschwächen, und im Bundesdurchschnitt sind bisher keine Übertreibungen feststellbar. Bei den Hypothekenkrediten ist zuletzt ein leichtes Anziehen auf 3,6% gg. Vj. (Juli) zu beobachten. Mit dem etwas verlangsamten Anstieg der Immobilienpreise fiel der Anstieg der Kaltmieten (ohne Energie, 21% am CPI) ebenfalls geringer aus. Sie stiegen zuletzt um 1,2% gg. Vj. (Juli).

### Energie dämpfte Preisanstiege zuletzt etwas weniger

54

Wachstumsbeiträge %-Punkte; % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Schwäche bei Rohstoffpreisen Abwärtsrisiko für Inflationsprognose

Die kräftigen Schwankungen des Ölpreises bestimmten seit Mitte 2014 maßgeblich die Entwicklung der Konsumentenpreise. Durch den starken Rückgang des Ölpreises auf das Tief von 40 EUR/Bbl. (Brent) Mitte Januar fielen die Verbraucherpreise zwischenzeitlich um 0,3% gg. Vj. Zwischenzeitlich erhöhte sich der Ölpreis auf knapp über 60 EUR/Bbl. Anfang Mai. Seitdem bewegte er sich bei zusätzlich wechselkursbedingter hoher Volatilität abwärts und lag zuletzt sogar bei 43 EUR/Bbl. Zuletzt sorgte die volatile Aufwertung des EUR auch wieder für einen dämpfenden Effekt der Importpreise (-1,7% gg. Vj. im Juli). Bei einer relativ konstanten Entwicklung der Kerninflation von etwas über 1,0% gg. Vj. führte dies zu einem Anstieg der Inflation auf 0,7% gg. Vj. im Mai und dann zu einem erneuten Rückgang auf zuletzt 0,2% gg. Vj. im August.

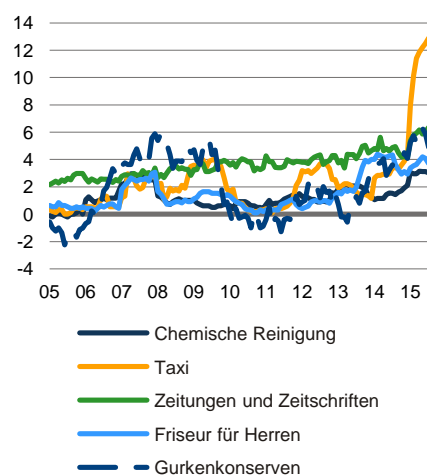
Die kürzlich breit gefächerte Schwäche der Rohstoffpreise stellt ein Abwärtsrisiko für die von uns prognostizierte hauptsächlich basiseffektgetriebene Beschleunigung der Konsumentenpreisinflation dar. Im Jahresdurchschnitt dürften die Konsumentenpreise um 0,5% steigen (2014: 0,9%).

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

### Mindestlohn sorgt für Preiserhöhungen

55

VPI Komponenten, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

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

56

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2014				2015			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3P	Q4P
BIP	0,4	0,3	1,6	1,7	1,7	0,7	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,4	0,4	0,3
Privater Konsum	1,0	0,6	0,9	2,0	1,1	0,3	-0,1	0,6	1,0	0,4	0,2	0,7	0,3
Staatsausgaben	1,3	0,8	1,7	1,8	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2
Anlageinvestitionen	-0,4	-1,3	3,5	2,6	2,1	2,4	-1,5	-0,7	1,3	1,7	-0,4	0,6	0,6
Ausrüstungen	-2,6	-2,3	4,5	4,4	2,5	-0,2	0,9	-1,9	2,6	1,9	0,1	0,3	0,6
Bau	0,5	-1,1	2,9	1,5	2,4	4,4	-3,8	-0,4	0,6	1,8	-1,2	1,0	0,9
Lager, %-Punkte	-1,6	0,6	-0,3	-0,6	-0,1	0,0	0,4	-0,7	0,0	-0,1	-0,4	0,1	0,0
Exporte	2,7	1,6	4,0	5,7	4,4	0,4	0,4	1,5	1,4	1,2	2,2	0,5	0,5
Importe	-0,3	3,1	3,7	5,9	3,6	0,6	0,9	0,4	2,3	1,9	0,8	1,2	0,7
Nettoexport, %-Punkte	1,4	-0,5	0,4	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,5	-0,3	-0,2	0,8	-0,3	0,0
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,5	2,0	1,2	1,1	0,8	0,5	0,0	0,5	0,5	1,4
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,4	6,5	6,8	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,5	1,1	1,2								
Budgetsaldo, % BIP	-0,1	-0,1	0,3	0,7	0,5								
Öff. Schuldenstand, % BIP	79,1	76,8	74,4	71,6	69,4								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,8	6,4	7,4	8,3	8,2								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	187	180	216	252	255								

\*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.