



# Monitor Unternehmensfinanzierung

8. März 2016

## 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

## Q4 2015: Starker Schlussspurt in der Kreditvergabe, robuste deutsche Konjunktur

### Unternehmensfinanzierung

**Starker Schlussspurt in der Kreditvergabe.** Mit einem Anstieg zum Vorquartal von 0,4% haben sich die Kredite an Unternehmen und Selbstständige zum Jahresende hin positiv entwickelt; im Gesamtjahr ergab sich damit ein Plus von 1,4%. In Q4 schnitten insbesondere Maschinenbau/Auto, die Wohnungsunternehmen und unternehmensnahe Dienstleistungen stark ab, wohingegen die meisten anderen Industrien schwächelten. Die Auslandsbanken, Genossenschaftsbanken und Sparkassen konnten die Konkurrenz abhängen, wobei Landesbanken und Förderbanken am meisten litten. Trotz rekordniedriger Zinsen kletterte das Einlagenvolumen auf ein Allzeithoch, auch die Kreditzinsen fielen auf Rekordtiefstände zurück. Die Banken berichteten von anhaltend starkem Wettbewerbs- und entsprechendem Margendruck, verzeichneten aber eine deutlich aufgehellte Nachfragesituation, v.a. bei langfristigen Ausleihungen.

Bei den alternativen Finanzierungsquellen erzielte das Mobilienleasing im letzten Quartal des Jahres ein exzellentes Ergebnis, Aktienemissionen immerhin ein ordentliches. Die Emission von Unternehmensanleihen enttäuschte dafür auf ganzer Linie – nach einem zwischenzeitlichen Boom scheinen sich die Unternehmen eher auf die klassische Kreditfinanzierung zurückzubekümmern. Commercial Paper waren zwar zwischen September und Dezember leicht rückläufig, im Gesamtjahr wuchs der Markt aber erstmals seit 2011 wieder.

### Konjunktur

**Starker Konsum kompensiert schwaches externes Umfeld in Q4.** Angesichts des schwierigen globalen Umfelds verläuft das Wachstum der deutschen Wirtschaft robust. Es hielt mit 0,3% gg. Vq. in Q4 2015 das Tempo des Vorquartals. Mit dem ersten Rückgang der Exporte seit 2012 dämpfte der Außenhandel, was mit einem Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen des Privatsektors einherging. Kompensiert wurde dies durch einen starken Konsum, einen Sprung bei den staatlichen Ausrüstungsinvestitionen und anziehenden Bauinvestitionen. In Q1 2016 dürfte das Wachstum weiter von der Binnenkonjunktur getragen werden und die Nettoexporte dämpfen. Wir erwarten ein stabiles BIP-Wachstum.

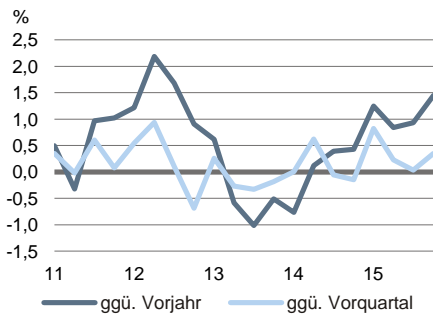
Aufgrund des seit Jahresbeginn weiter eingetrübten Ausblicks für die Weltwirtschaft haben wir kürzlich unsere Prognose für das Export- und das Investitions-wachstum nach unten revidiert, was unsere Prognose fürs BIP-Wachstum in 2016 von 1,9% auf 1,7% reduzierte. Die übrige Binnenwirtschaft dürfte sich weitgehend resistent gegenüber den negativen Einflüssen aus dem Ausland zeigen. Das Wachstum dürfte damit noch stärker binnenwirtschaftlich getrieben sein. Hauptrisiken der Prognose sind eine mögliche Eskalation der Flüchtlingskrise, das Eintreten geopolitischer Risiken, eine deutlich stärkere Konjunkturverlangsamung in den großen Schwellenländern oder aber eine noch verstärkte Regulierung mit negativen Effekten auf die Wettbewerbsfähigkeit.



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland: Q4 2015

### Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

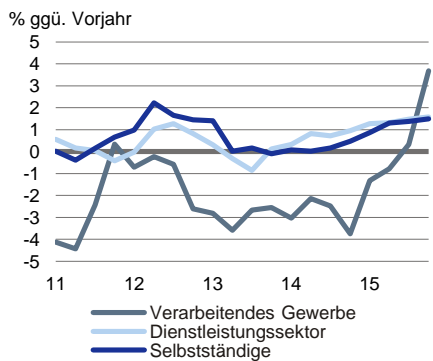
## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

Man sollte gerade im deutschen Kreditgeschäft vorsichtig mit übertriebenen Einschätzungen der Marktentwicklung sein, aber das vierte Quartal 2015 brachte doch erstaunliche Ergebnisse. Auch wenn es auf den ersten Blick gar nicht danach aussehen mag, schnitt die Kreditvergabe stark ab – das ausstehende Volumen mit Unternehmen und Selbstständigen kletterte zum Vorquartal um 0,4% oder EUR 4,1 Mrd. Allerdings gehört Q4 normalerweise zu den schwächeren Quartalen im Jahr, so dass der jetzige Anstieg diesbezüglich sogar der beste Wert seit 2008 war und die Jahreswachstumsrate auf 1,4% anheb (den höchsten Stand seit Sommer 2012). Offenbar hat u.a. die Investitionsneigung der Unternehmen, von niedrigem Niveau aus, etwas zugenommen (zu den Details des Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

### ... nach Branche

2



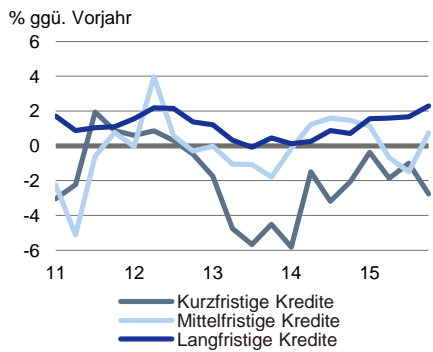
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** insgesamt ist das Schrumpfen der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen 2015 zwar schlussendlich gestoppt worden, von Wachstum hier jedoch noch keine Spur: Im Jahresvergleich stagnierte der Kreditbestand; zwischen September und Dezember war er minimal rückläufig (-0,2%).

Hinsichtlich der verschiedenen **Sektoren** in Deutschland ließ sich in Q4 das Phänomen eines (erneut) leicht sinkenden Kreditvolumens mit dem Verarbeitenden Gewerbe bei gleichzeitigem Sprung der Wachstumsrate nach oben – von nahe Null auf fast 4% – beobachten. Ursache dafür ist der traditionell starke Rückgang der Kredite an die Industrie im Herbstquartal, der dieses Jahr praktisch ausblieb. Der Dienstleistungssektor verzeichnete erneut ein solides Wachstum von EUR 5,3 Mrd. oder 0,8% ggü. Vq., so dass der Vorjahresvergleich mit +1,6% so positiv ausfiel wie zuletzt 2008. Die Kredite an Selbstständige verbuchten zum siebenten Mal in Folge einen moderaten Quartalsanstieg (Q4: +0,2%) und liegen damit um 1,5% über dem Niveau von Dezember 2014. Bemerkenswerterweise findet diese Expansion parallel zu einem anhaltenden Rückgang der Zahl der Selbstständigen statt: Allein 2015 gab es ein Minus von 2,2%. Pro Kopf stieg das durchschnittliche Kreditvolumen damit innerhalb eines Jahres von EUR 88.700 auf EUR 92.000 an. Mögliche Ursachen sind einerseits (die positive Variante) stärkere Investitionen der verbleibenden Selbstständigen-Betriebe oder andererseits (die negative Variante) ein Ausscheiden eher kleinerer Firmen aus dem Markt bzw. eine aus anderen Gründen wie etwa wirtschaftlichen Schwierigkeiten wachsende Verschuldung.

### ... nach Fristigkeit\*

3



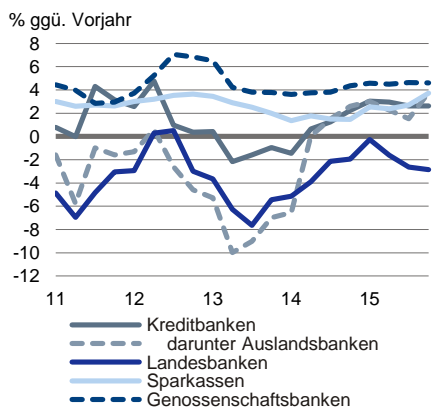
\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Mit Blick auf die einzelnen Wirtschaftszweige sticht das starke Plus beim Maschinenbau/Auto (+6,6% ggü. Vq.) ins Auge. Hier scheinen die Autobauer auf die hohe Kapazitätsauslastung reagiert zu haben. Nach einem hervorragenden Q1 war es bereits das zweite gute Quartal im Jahr 2015, welches damit insgesamt nach längerer Schrumpfung auf einen satten Anstieg von 23% kommt. Nahezu alle anderen Industriebranchen erlebten in Q4 dagegen rückläufige Kreditvolumina, so etwa Metall (-2,6%), Elektrotechnik (-3,7%), Chemie (-0,8%) und Ernährung (-1,6%). Außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes gab es, abgesehen vom saisonüblich schwachen Bau (-1,9%), sehr wenig Bewegung.

### ... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im Dienstleistungssektor legten die Kredite an Wohnungsunternehmen und Gewerbeimmobilienfirmen um 1% bzw. 0,3% ggü. Vq. zu. Auch sonst wurden überwiegend gute Ergebnisse verbucht: Kredite an unternehmensnahe Dienstleister (Telekom/Beratung/Werbung) machten mit +2,4% das Minus aus Q3 mehr als wett und erreichten einen neuen Nachkrisenhöchststand; Tourismus/Gastronomie (0,9%) und Gesundheit (0,6%) expandierten ebenfalls weiter.

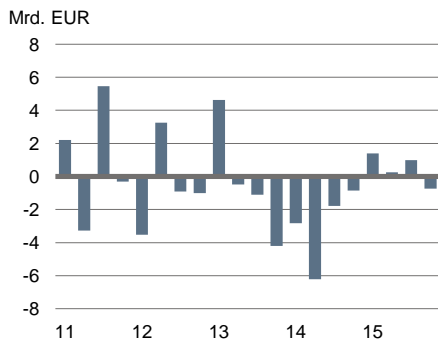
Fundamental ermutigende Signale gab es hinsichtlich der verschiedenen **Fristigkeiten**: Einem kräftigen Zuwachs bei den langfristigen Ausleihungen stand ein saisonal üblicher Rückgang bei den kurzfristigen Krediten gegenüber. Das spricht eher für einen tragfähigen Aufschwung der Kreditvergabe als für nur



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland: Q4 2015

### Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

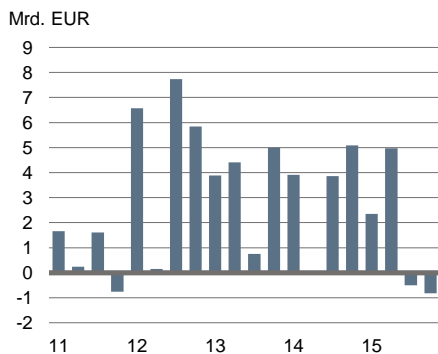
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

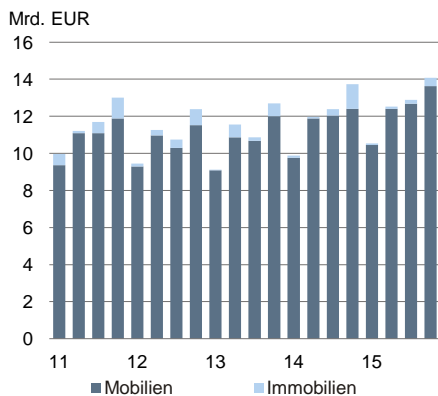
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Leasinggeschäft, Neuvolumen

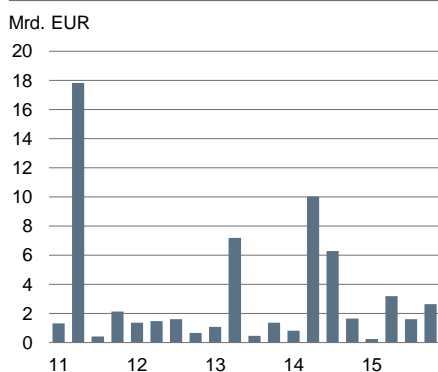
7



Quelle: BDL

### Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

kurzfristige Schwankungen. Das Plus von 2,3% ggü. Vj. bei den langfristigen Krediten war dabei sogar das größte seit Frühjahr 2001, was einmal mehr die relative Schwäche des deutschen Kreditmarkts in den letzten 15 Jahren unterstreicht. Die langfristigen Kredite haben damit auch ein neues Allzeithoch von EUR 894 Mrd. erreicht und machen mittlerweile mehr als drei Viertel des gesamten Kreditbestands mit Unternehmen und Selbstständigen aus.

Bei den unterschiedlichen **Bankengruppen** behielten die Genossenschaftsbanken ihr Wachstumstempo ungebremst bei (+1% ggü. Vq.). Es war zugleich das achte Quartal hintereinander mit einem Plus von 1% oder etwas mehr. Die Sparkassen haben zuletzt aufgeschlossen, auch sie expandierten mit 1% und liegen im Jahresvergleich nur noch moderat hinter der Konkurrenz des anderen Verbunds. Beide zusammen legen weiterhin u.a. in den immobilienbezogenen (Dienstleistungs-)Branchen stark zu. Der Zuwachs bei den Kreditbanken von insgesamt 0,5% verbirgt eine markante Divergenz zwischen in- (-0,5%) und ausländischen (+2,6%) Instituten. Die Auslandsbanken bügelten damit den Rückschlag vom Vorquartal aus und sind weiter auf dem Vormarsch, während die inländischen privaten Banken wie schon des Öfteren in der zweiten Jahreshälfte zwei Quartalsrückgänge in Folge hinnehmen mussten. Unverändert auf dem Rückzug befinden sich Landesbanken (-0,6%) und Förderbanken (-1,2%).

#### Andere Finanzierungsquellen

Die gute Entwicklung im Kreditgeschäft dürfte für das durchwachsene Abschneiden anderer Finanzierungsformen zum Jahresende mitverantwortlich sein.

**Commercial Paper** gingen leicht um EUR 0,7 Mrd. zurück, konnten aber trotzdem das erste positive Jahresergebnis seit 2011 verzeichnen.

Die Emission von **Unternehmensanleihen** dagegen unterbot von Oktober bis Dezember sogar noch den miserablen Q3-Wert und fiel mit netto EUR -0,8 Mrd. auf das schlechteste Quartalsresultat seit 2010. Im Gesamtjahr blieb das Volumen mit nur EUR 6 Mrd. unter dem Durchschnitt des letzten Jahrzehnts von EUR 7,5 Mrd. Mittlerweile scheint dem zwischenzeitlichen Boom doch die Luft auszugehen – die deutschen Unternehmen tendieren stattdessen offenkundig wieder mehr zur klassischen Kreditfinanzierung. In Euroland insgesamt sieht die Lage (wie schon bei den Krediten) deutlich anders aus. Hier kam die Nettoemission von Unternehmensanleihen in Q4 auf sehr ordentliche EUR 21 Mrd., den höchsten Betrag seit Sommer 2013. Die EUR 55 Mrd. im Jahr 2015 als Ganzes entsprechen praktisch dem respektablen Vorjahresniveau.

Unverändert ausgesprochen dynamisch verläuft hingegen das **Leasinggeschäft** in Deutschland. In Q4, dem regelmäßig besten Vierteljahr, wurde erstmals seit der Finanzkrise die Marke von EUR 14 Mrd. übertroffen (EUR 14,1 Mrd.). Und das, obwohl im Immobilienleasing mit weniger als einer halben Mrd. EUR der schwächste Jahresabschluss (und damit das schlechteste Gesamtjahresresultat) des letzten Jahrzehnts zu Buche stand. Das wurde jedoch vom glänzenden Ergebnis im Mobilienleasing überstrahlt: Neuabschlüsse von EUR 13,6 Mrd. bedeuteten einen satten 10%igen Anstieg ggü. Vj.; im Gesamtjahr waren es 6,7%. Hier wurde mit EUR 49,2 Mrd. sogar ein neuer Allzeitrekord aufgestellt. Treiber waren dabei v.a. die Geschäfte mit Kfz und Maschinen.

Mit Blick auf die **Emission von Aktien** verlief das vierte Quartal erneut ordentlich. Ein Volumen von EUR 2,6 Mrd., u.a. dank mehrerer mittelgroßer Börsengänge, machte das Jahr nach einem dürrigen Start noch zu einem für deutsche Verhältnisse mittlerweile recht „normalen“. Aufgrund ausgebliebener Großtransaktionen lag das Gesamtvolumen 2015 allerdings nur bei EUR 7,7 Mrd. und damit auf dem zweitniedrigsten Stand seit 1992.

#### Einlagenvolumen

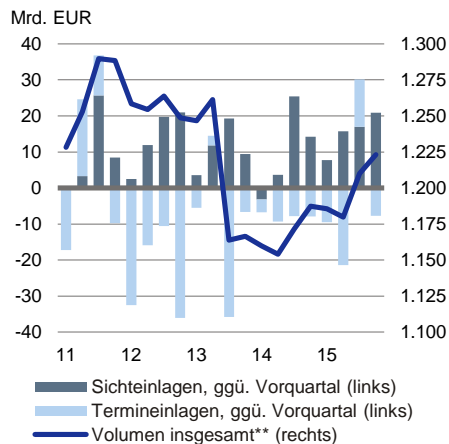
Die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland haben ein



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland: Q4 2015

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

neues Rekordhoch erreicht (auf bereinigter Basis) – und das bei niedrigsten Zinsen. In Q4 registrierten die Banken Nettozuflüsse von EUR 13,2 Mrd., die wie meist zuletzt ausschließlich von den Sichteinlagen kamen (EUR +20,9 Mrd.), wohingegen Termingelder abgebaut wurden (EUR -7,7 Mrd.). Im Jahr 2015 insgesamt beschleunigte sich das Wachstum auf kräftige 3%, was sich vermutlich nicht zuletzt auf die anhaltend gute Ertragslage der Firmen zurückführen lässt. Bei den Selbstständigen überwiegen standardmäßig die Sicht- die Termineinlagen bei Weitem, bei den Einlagen der Unternehmen ist es traditionell umgekehrt. Angesichts der gravierenden Verschiebungen bei den Unternehmenseinlagen zwischen beiden Kategorien in den letzten Jahren kam es nun jedoch erstmals überhaupt zum Gleichstand. Zum Vergleich: Im Sommer 2011 hatte der Abstand zwischen beiden noch über EUR 400 Mrd. betragen.

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmenskredite in Deutschland blieben wie schon in Q3 auch im letzten Quartal nach Angaben der Banken unverändert, und zwar für alle Arten von Krediten und Kreditnehmern. Bei den konkreten Konditionen wiederum beschleunigte sich der Lockerungstrend noch; netto vermeldete ein Viertel aller Banken dieses Mal weichere Kreditbedingungen als im Vorquartal (vor einem halben Jahr lag dieser Wert gerade einmal bei 9%). Ein Faktor waren geringere Margen für durchschnittliche ebenso wie für riskantere Kredite, die von 16% bzw. 13% der Institute berichtet wurden. Auch alle anderen Bedingungen etwa bezüglich der Kredithöhe, die Nebenkosten oder Sicherheitenanforderungen wurden im gleichen Maße gelockert. Dabei profitierten große Unternehmen allerdings ungleich stärker als KMUs. Als Ursachen für die Lockerung nannten die Banken v.a. einen sich weiter zuspitzenden Wettbewerb (23%), aber auch eine geringere Risikoeinschätzung (9%).

Im Euroraum insgesamt wurden die Standards erneut minimal gelockert (5%). Auch hier hielt der rapide Rückgang der Margen an, besonders bei durchschnittlichen Krediten (berichtet von 26% der Banken).

Eines der überraschendsten Ergebnisse dieses BLS war das kräftige Anziehen der **Kreditnachfrage** in Deutschland (34%, der höchste Wert seit Anfang 2011), Dieses war besonders ausgeprägt bei langfristigen Krediten (47% – der höchste je gemessene Stand seit Beginn der Umfrage Anfang 2003), was sich wie gezeigt auch in der Kreditentwicklung niedergeschlagen hat. Gründe waren insbesondere ein steigender Finanzierungsbedarf für Investitionen (31%) und das niedrige Zinsniveau (19%), während Finanzierungsalternativen mäßig dämpfend wirkten. Im Euroraum insgesamt war der Nachfrageanstieg ähnlich deutlich (27%).

Im **laufenden Quartal** erwarten sowohl deutsche als auch die EWU-Banken insgesamt eine minimale Lockerung ihrer Kreditstandards, aber 19% bzw. 29% eine nochmalige Steigerung der Kreditnachfrage – so optimistisch waren die deutschen Banken zuletzt vor vier Jahren.

### Zinssätze

Nach dem leichten Zinsplus im **Kredit-Neugeschäft** mit Unternehmen im 3. Quartal ist das Zinsniveau zwischen September und Dezember in den alten Tritt zurückgefallen, d.h. gesunken. Dabei wurde die Entwicklung vom Vorquartal praktisch revidiert, so dass die Zinsen in der Regel wieder auf Rekordtiefständen angelangt sind. Kleinere Kredite bei 2,6%, Großkredite bei 1,5% und Kredite an Selbstständige bei 2,2%. Langfristige Festzinskredite sind im Mittel für 1,8% p.a. erhältlich. Auch bei den Zinsen auf **Sicht- und Termineinlagen** ging es einmal mehr abwärts (um 1 Bp. bzw. 6 Bp.), jeweils auf neue Allzeittiefs von 4 Bp. bzw. 11 Bp. – die allerdings immerhin noch im positiven Bereich liegen.

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

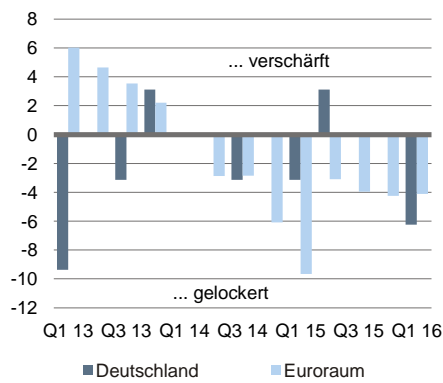
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland: Q4 2015

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

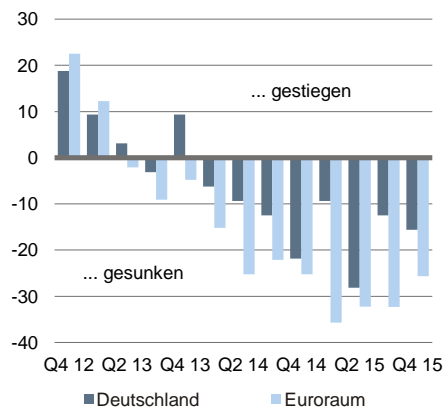


\* Q1 16 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

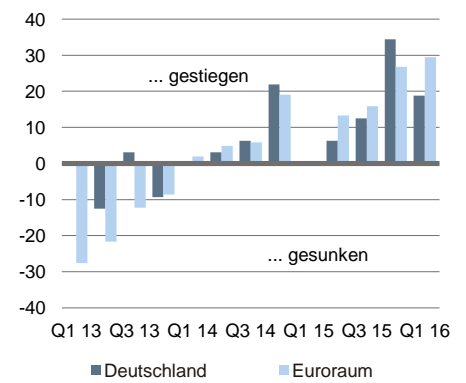
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

12

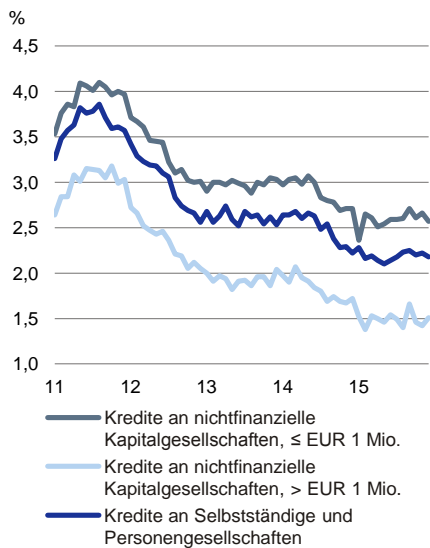


\* Q1 16 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

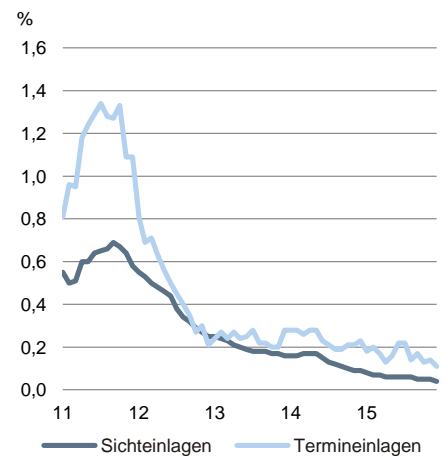
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



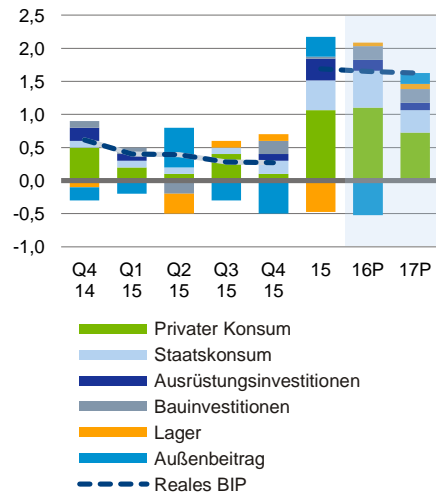
Quelle: EZB



Binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum

16

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



Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

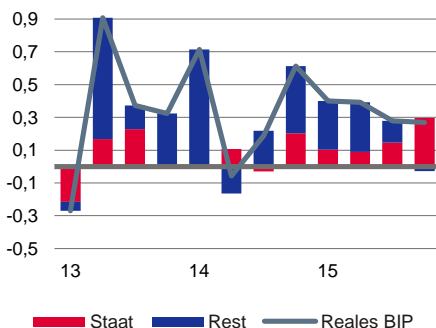
## Starker Konsum kompensiert schwaches externes Umfeld in Q4

- Angesichts des anhaltend schwierigen internationalen Umfelds verläuft das Wachstum der deutschen Wirtschaft weiter robust. Das BIP-Wachstum hielt mit 0,3% gg. Vq. in Q4 2015 das Tempo des Vorquartals. Mit dem ersten Quartalsrückgang der Exporte seit drei Jahren dämpfte der Außenhandel das Wachstum, was mit einem Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen des Privatsektors einherging. Kompensiert wurde dies aber durch einen starken Konsum, einem Sprung bei den staatliche Ausrüstungsinvestitionen und anziehenden Bauinvestitionen.
- In Q1 2016 dürfte das Wachstum weiter von der Binnenkonjunktur getragen werden und die Nettoexporte dürften erneut dämpfen. Wir erwarten ein mehr oder weniger stabiles BIP-Wachstum.
- Aufgrund des seit Jahresbeginn weiter eingetrübten Ausblicks für die Weltwirtschaft haben wir kürzlich unsere Prognose für das Export- und das Investitionswachstum nach unten revidiert, was unsere Prognose fürs BIP-Wachstum in 2016 von 1,9% auf 1,7% reduzierte. Wir gehen davon aus, dass sich die übrige Binnenwirtschaft weitgehend resistent gegenüber den negativen Einflüssen aus dem Ausland zeigen dürfte. Das Wachstum dürfte damit noch stärker binnenwirtschaftlich getrieben sein. Hauptrisiken der Prognose sind eine mögliche Eskalation der Flüchtlingskrise, das Eintreten geopolitischer Risiken, eine deutlich stärkere Konjunkturverlangsamung in den großen Schwellenländern oder aber eine noch verstärkte Regulierung mit negativen Effekten auf die Wettbewerbsfähigkeit.

Q4 2015: Stagnation ohne Staat

17

Wachstumsbeitrag zum realen BIP, gg. Vq., %-P.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

## Q4 2015: Kräftige Binnenwirtschaft kompensiert schwache Auslandsnachfrage

Das Wachstum der deutschen Wirtschaft verläuft angesichts des schwierigen internationalen Umfelds weiter robust. Im vierten Quartal 2015 hielt das BIP-Wachstum mit 0,3% gg. Vq. das Tempo des Vorquartals. Mit dem ersten Quartalsrückgang der Exporte seit drei Jahren dämpfte der Außenhandel das Wachstum. Alleiniger Treiber war folglich die Binnenwirtschaft. Im Vergleich zum Vorjahresquartal beschleunigte sich das Wachstum auf 2,1%.

Die leichte Verlangsamung des Wachstums des **privaten Konsums** im vierten Quartal auf 0,3% gg. Vj. dürfte temporär gewesen sein. Der Anstieg der Sparquote auf 10% (+0,5 %-P. gg. Vq.) dämpfte etwas. Günstig wirkten der ölpreisbedingte Kaufkraftgewinn (Ölpreis in EUR: -11% gg. Vq.), die anhaltend gute Situation des Arbeitsmarktes und die fortgesetzte extrem hohe Nettozuwanderung. Aus Osteuropa setzt sich der Zustrom an Arbeitsmigration ungebremst fort und die zahlreichen internationalen Krisenherde sorgten für einen hohen Zustrom an Flüchtlingen. Die Nettozuwanderung erreichte damit im Jahr 2015 einen neuen Höchstwert.

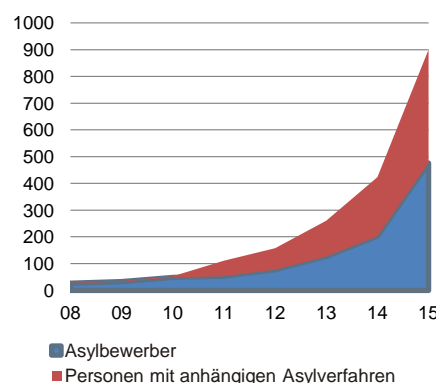
Die Kosten für die Unterbringung und Versorgung der Flüchtlinge dürften für den stärksten Anstieg des **staatlichen Konsums** (+1,0%) und **Investitionen** (+5,0%) seit mehr als fünf Jahren gesorgt haben. Ohne die Staatsnachfrage wäre das BIP im Jahresendquartal 2015 nicht gewachsen.

Das außenwirtschaftliche Umfeld entwickelte sich im vierten Quartal erneut schwach und war eine Belastung fürs BIP-Wachstum. Die deutschen **Exporte** konnten sich also nur in der ersten Jahreshälfte dank der dynamischen US-Autokonjunktur und der kräftigen EUR-Abwertung vom anhaltend schwachen Welthandelwachstum entkoppeln. Die USA löste Frankreich als traditionell

Zahl der Asylbewerber in Deutschland in 2015 wohl auf historischem Hoch

18

Tausend Personen



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

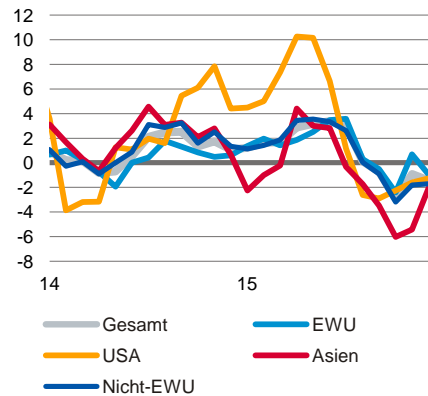


## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland: Q4 2015

### Schwaches Momentum bei den deutschen Exporten

19

Veränderung (3M vs. 3M davor, %)

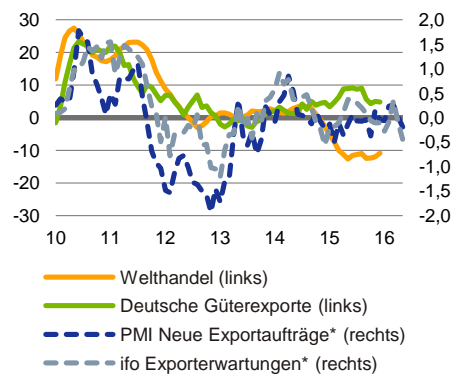


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Gedämpfter Exportausblick

20

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

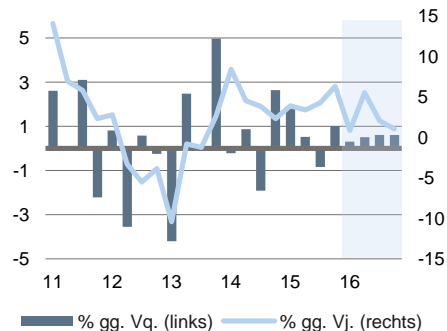


\* Vorlauf von 3 Monaten

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

### Äußerst verhaltene Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen

21



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

bedeutendsten deutschen Handelspartner ab. Zuletzt war das Momentum bei den deutschen Exporten aber in alle Zielregionen im negativen Bereich und die Exporte fielen um 0,6% gg. Vq.

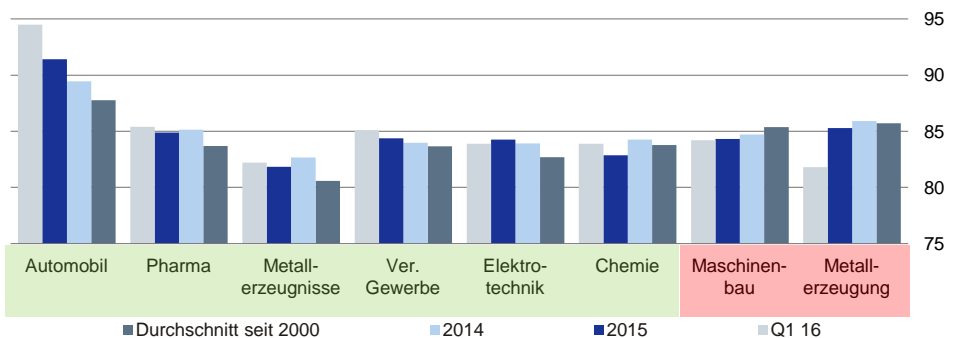
Die **Importe** expandierten dank der soliden Entwicklung des privaten Konsums im dritten Quartal um 0,5% gg. Vq., so dass die **Nettoexporte** das BIP-Wachstum erheblich bremsen (-0,5%-P.).

Angesichts der schwachen ausländischen Nachfrage bleibt das Umfeld für Investitionen, insbesondere für die exportstarken Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes angespannt. Die leichte Beschleunigung des Wachstums der **Ausrüstungsinvestitionen** auf 1,1% gg. Vq. im vierten Quartal ging ausschließlich auf den Staat zurück (+24% gg. Vq.). Der private Sektor, der 93% der Ausrüstungsinvestitionen tätigt, reduzierte das zweite Quartal in Folge die Investitionen (-0,4% gg. Vq.). Trotz der weiter extrem günstigen Finanzierungsbedingungen – die Zinsen dürften durch die erwarteten zusätzlichen Maßnahmen der EZB weiter auf Tiefstwerten gehalten werden – halten sich die Unternehmen wegen der herausfordernden globalen Konjunktorentwicklung, globaler Überkapazitäten in einigen Segmenten, einer investitionsfeindlichen Wirtschaftspolitik im Inland und nur etwas über dem langfristigen Durchschnitt liegenden Kapazitätsauslastung bei Investitionen zurück. Stabilisierend dürften neben Ersatzinvestitionen noch teilweise durchgeführte Erweiterungsinvestitionen wirken. Der Automobilsektor hebt sich mit einer deutlich über dem langfristigen Durchschnitt liegenden Kapazitätsauslastung merklich von den anderen Sektoren ab. Die Auslastung ist zuletzt auf rund 95% gestiegen und liegt damit mehr als 9%-Punkte über der Auslastung des Verarbeitenden Gewerbes. Wichtiger Treiber war die günstige Auslandsnachfrage. Die Exportquote lag im Jahr 2015 mit 65% auf einem neuen Rekordwert. Deutlich unter ihren langfristigen Durchschnitten war die Kapazitätsauslastung im Maschinenbau und der Metallherzeugung, wo die Nachfrageschwäche aus den großen Schwellenländern China, Russland und Brasilien voll durchschlug.<sup>1</sup>

### Auslastung der Industrieunternehmen insgesamt nur etwas über dem langfristigen Durchschnitt

22

Kapazitätsauslastung, sb., %



Quelle: ifo

Die **Bauinvestitionen** zogen nach zwei Rückgängen in Folge im vierten Quartal relativ kräftig an (+2,2% gg. Vq.). Investitionen in Wohnbauten (+1,5% gg. Vq.) und Nichtwohnbauten (+3,3% gg. Vq.) stiegen, und das jeweils für den privaten und den öffentlichen Sektor. Die Schaffung von Wohnraum für ankommende Flüchtlinge und die bereits geplanten zusätzlichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen erhöhen derzeit die staatlichen Investitionen.

<sup>1</sup> Siehe Heymann, E. und Peters, H. (2016). Deutsche Exporte 2016 doppelt unter Beschuss, Ausblick Deutschland: Wachstum 2016: Exportindikator dämpft, Binnenwirtschaft läuft dank Staat und Bau, Deutsche Bank Research, 3. März 2016.

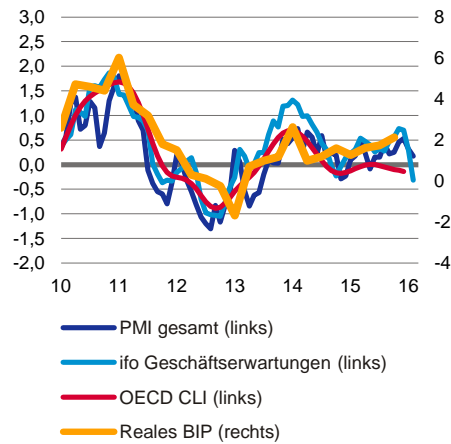


## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland: Q4 2015

### BIP Wachstum und Frühindikatoren

23

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

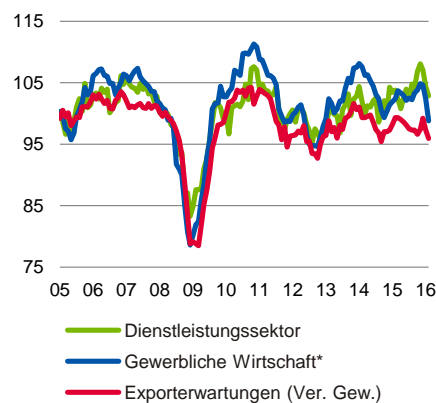


Quellen: Markit, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt

### ifo-Geschäftserwartungen

24

2005=100



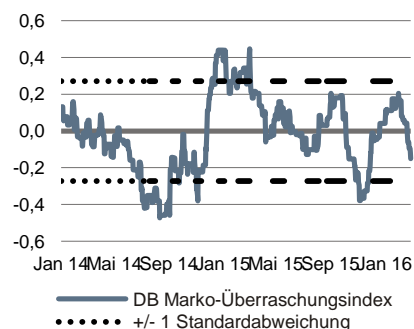
\* Ver. Gew., Bau, Einzel- und Großhandel

Quelle: ifo

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

25

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

## Binnenkonjunktur erneut alleiniger Wachstumstreiber in Q1 2016

Das deutsche Konjunkturbild dürfte zum Jahresstart 2016 weiter durch eine solide Entwicklung der Binnenwirtschaft gekennzeichnet sein. Der seit Jahresanfang nochmalige deutliche Rückgang des Ölpreises (-26% gg. Vq.) und das beschleunigte Beschäftigungswachstum (Jan: +1.2% gg. Vj.) sprechen für eine Stärke des privaten Konsums. Die flüchtlingsbezogenen Ausgaben dürften den Staatskonsum ebenfalls hoch halten und die Bauinvestitionen unterstützt von einer milden Witterung ebenfalls kräftig expandieren.

Angesichts der anhaltend schwachen Entwicklung der Weltkonjunktur, unsere Prognose für 2016 wurde von 3,3% zum Jahresende auf zuletzt 3,0% gg. Vj. gesenkt, dürfte das Exportwachstum schwach bleiben, so dass die Nettoexporte erneut Wachstum kosten dürften. Dies dürfte für ein fortgesetztes, blutleeres Wachstum bei den Ausrüstungsinvestitionen sorgen.

Per Saldo erwarten wir mehr oder weniger eine Seitwärtsbewegung des BIP-Wachstums im ersten Quartal (+0,4% gg. Vq. vs. +0,3%). Damit liegt unsere Prognose innerhalb der von den Stimmungsindikatoren angezeigten Bandbreite (ifo-Geschäftserwartungen und PMI gesamt) von 0,2%-0,5% gg. Vq.

Der zuletzt deutliche Rückgang des DB Überraschungsindex für Deutschland, der die monatlichen Konjunkturdaten ins Verhältnis zu den Markterwartungen setzt, ergab sich zuletzt insbesondere durch die schwache Industrieproduktion und den Außenhandel sowie den Einbruch des ifo-Indexes, der Konjunktursorgen steigen ließ. Der ifo-Erwartungsindex brach in den letzten beiden Monaten so stark ein wie zuletzt Mitte 2008, als sich die deutsche Konjunktur in der Finanzkrise im freien Fall befand. Weder das externe Umfeld noch die Binnenwirtschaft deuten derzeit darauf hin, dass dieser Indikator in den nächsten Monaten weiter massiv wie 2008/09 zurückgeht. Der jetzige Einbruch könnte den tatsächlichen Dynamikverlust überzeichnen und möglicherweise stark durch die hohe Unsicherheit über die globalen Wachstumsaussichten und die Volatilität an den Kapitalmärkten im Januar/Februar geprägt worden sein. Zudem beleuchtet der „traditionelle“ ifo-Index den derzeitigen deutschen Konjunkturtreiber, die Dienstleister, nur unzureichend.<sup>2</sup>

## Deutsche Bank Prognose: BIP-Wachstum 2016 gesenkt auf 1,7%

Das BIP-Wachstum entwickelte sich im vierten Quartal in etwa wie von uns erwartet, und damit expandierte die deutsche Wirtschaft in 2015 mit 1,7% so stark, wie Mitte Dezember in der vorherigen Ausgabe des Monitors Unternehmensfinanzierung von uns prognostiziert wurde. Hauptsächlich durch den seit Jahresbeginn eingetrübteren Ausblick für die Weltwirtschaft haben wir unsere Prognose für das Export- und Investitionswachstum aber nach unten revidiert was unsere Prognose fürs BIP-Wachstum 2016 von 1,9% auf 1,7% reduziert. Wir gehen davon aus, dass sich die Binnenwirtschaft weitgehend resistent gegenüber den negativen Einflüssen aus dem Ausland zeigen dürfte. Das Wachstum dürfte damit noch stärker binnenwirtschaftlich getrieben sein. Hauptrisiken der Prognose sind eine mögliche Eskalation der Flüchtlingskrise, das Eintreten geopolitischer Risiken, eine deutlich stärkere Konjunkturverlangsamung in den großen Schwellenländern oder aber eine noch verstärkte Regulierung mit negativen Effekten auf die Wettbewerbsfähigkeit.

<sup>2</sup> Rakau, O. (2016). Wachstum 2016: Binnenlastiger & risikobehafteter, Ausblick Deutschland: Wachstum 2016: Exportindikator dämpft, Binnenwirtschaft läuft dank Staat und Bau, Deutsche Bank Research, 3. März 2016.

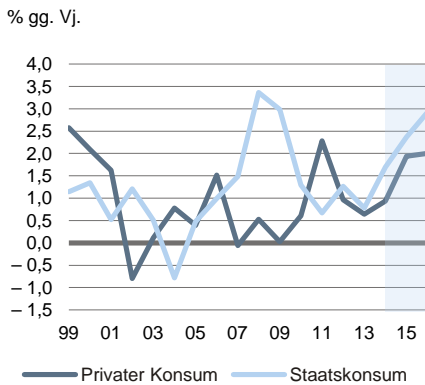




## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland: Q4 2015

Anhaltend kräftiges Wachstum des privaten und staatlichen Konsums

26



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Anhaltend kräftiges Konsumwachstum in 2016

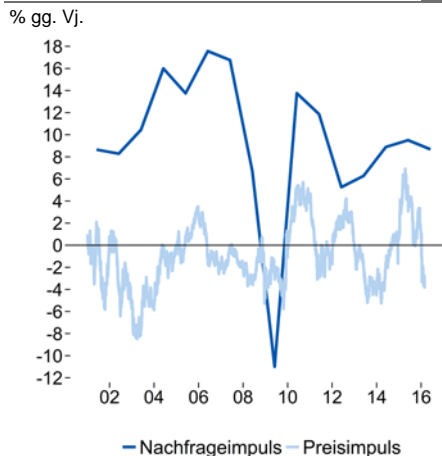
Dank der weiterhin extrem günstigen Fundamentaldaten rechnen wir mit einem Wachstum des **privaten Konsums** von 2% im Jahr 2016, dem stärksten seit 16 Jahren. Der erneute Einbruch der Ölpreise dürfte vor allem in der ersten Jahreshälfte einen deutlichen Schub geben. Außerdem dürfte der Staatskonsum durch die flüchtlingsbezogenen Zusatzausgaben im Jahr 2016 um fast 3% steigen, das stärkste Wachstum seit 2009.

Schwächerer Nachfrage- und Wechselkursimpuls sorgen für Verlangsamung des Exportwachstums und dies ...

Für die deutschen Exporteure dürfte sich das Umfeld im Jahr 2016 doppelt schwieriger gestalten. Zum einen fällt der globale Nachfrageimpuls und zum anderen der Wechselkursimpuls insbesondere durch die Aufwertung des Euro gegenüber Schwellenländerwährungen ungünstiger aus.<sup>3</sup> Wir rechnen nur noch mit einem Wachstum der deutschen **Exporte** im Jahr 2016 von 3%. Die Outperformance der deutschen Exporte gegenüber dem Welthandel des vergangenen Jahres dürfte damit vorüber sein.

Nachfrageimpuls und Wechselkursimpuls schwächer für deutsche Exporte in 2016

27



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Infolge der starken Konsumnachfrage dürften die **Importe** mit 4 ½% stärker als die Exporte steigen. Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte dürfte damit deutlich negativ sein (-0,5%-Punkte).

Der **Leistungsbilanzüberschuss** dürfte im Jahr 2016 auf 8,0% des BIP leicht zurückgehen, vom historischen Hoch im Vorjahr, welches zum Teil auf die kräftig gefallenen Ausgaben für Ölimporte zurückging.

... bewirkt schwächeres Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen

Die insgesamt relativ schwachen Impulse aus dem Ausland und die ungünstige Ausrichtung der derzeitigen Wirtschaftspolitik (Mindestlohn, Regulierung der Arbeitnehmerüberlassung/Werkverträge, Rentenpaket) sorgen dafür, dass das Umfeld für **Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge** (Ausrüstungsinvestitionen) weiter ungünstig ausfällt. Die Kapazitätsauslastung dürfte sich wahrscheinlich eher seitwärts bewegen und damit keinen Impuls für Erweiterungsinvestitionen liefern. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften im Jahr 2016 um rund 2 ½% steigen.

Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten

28



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

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

Bauinvestitionen profitieren von günstigen Fundamentalfaktoren

Das Wachstum der **Bauinvestitionen** wird sich im Jahr 2016 mit etwas über 2% wahrscheinlich beschleunigen. Dank weiter extrem niedriger Kreditzinsen (1,83%, Zinsbindung 5-10J.), guter Arbeitsmarktlage und hoher Nettozuwanderung dürfte sich der **Wohnungsbau**, der 60% der Bauinvestitionen ausmacht, weiter positiv entwickeln. Dämpfend wirken sich allerdings zunehmend Kapazitätsbeschränkungen bei den Baufirmen aus. Die geplanten zusätzlichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen dürfen sich positiv bei den staatlichen Bauinvestitionen niederschlagen.

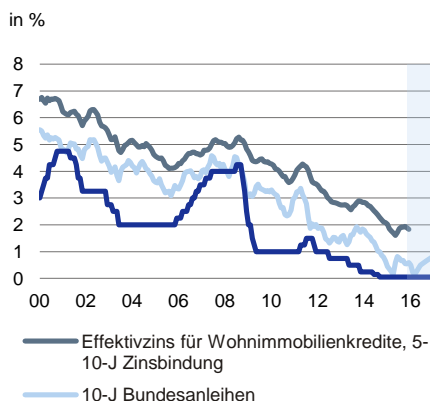
<sup>3</sup> Der „Exportindikator“ setzt sich aus der mit der jeweiligen Bedeutung für die deutschen Exporte gewichteten globalen Nachfrage- (Nachfrageimpuls) und der gewichteten Wechselkursveränderung (Preisimpuls) zusammen. Siehe für eine genaue Beschreibung Heymann, E. und Peters, H. (2016) Deutsche Exporte 2016 doppelt unter Beschuss. Ausblick Deutschland: Wachstum 2016: Exportindikator dämpft, Binnenwirtschaft läuft dank Staat und Bau, Deutsche Bank Research, 3. März 2016.



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland: Q4 2015

### Baufinanzierung: weiterhin niedriges Zinsniveau

29



Quellen: Bundesbank, EZB, Deutsche Bank Research

### Dynamik der Häuserpreise anhaltend hoch

Nach einem Wachstum der **Immobilienpreise** von 6% im Jahr 2015, dürfte es in diesem Jahr eine anhaltend hohe Preisdynamik geben. Im Jahr 2016 dürfte damit die seit Ende der 1990er-Jahre bestehende Unterbewertung der deutschen Hauspreise, gemessen am historischen Preis-Einkommens-Verhältnis, enden.<sup>4</sup>

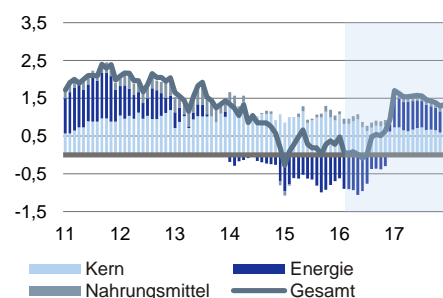
### Weiter extrem geringe Anstiege der Verbraucherpreise im Jahr 2016

Der erneute deutliche Ölpreiseinbruch seit Jahresanfang und das bestehende hohe globale Überangebot dürften dafür sorgen, dass die Energiepreise die Gesamtinflation bis zum Jahresende weiter dämpfen. Wir rechnen für das Jahr 2016 nur noch mit einer Inflationsrate von 0,3%, welche nur marginal über der des Vorjahres liegen dürfte. Die Kerninflation dürfte sich auf etwa unter 1% abschwächen, was hauptsächlich auf den Wegfall des Mindestlohneffekts zurückgehen dürfte.

### Anhaltend gedämpfte Inflation

30

% gg. Vj., %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

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

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

31

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2015				2016			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0.3	1.6	1.7	1.7	1.6	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.5	0.5
Privater Konsum	0.6	0.9	1.9	2.0	1.4	0.4	0.1	0.6	0.3	0.6	0.5	0.5	0.4
Staatsausgaben	0.8	1.7	2.4	2.9	1.8	0.4	0.7	1.3	1.0	0.6	0.7	0.8	0.8
Anlageinvestitionen	-1.3	3.5	2.2	1.9	1.8	1.7	-0.4	-0.3	1.5	0.9	-0.2	0.2	0.5
Ausrüstungen	-2.3	4.5	4.8	2.3	1.6	1.9	0.5	-0.8	1.0	0.3	0.5	0.6	0.6
Bau	-1.1	2.9	0.3	2.2	2.2	1.8	-1.3	-0.3	2.2	1.5	-0.9	-0.2	0.4
Lager, %-Punkte	0.6	-0.3	-0.5	0.1	0.0	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Exporte	1.6	4.0	5.4	3.0	4.5	1.5	1.8	0.2	-0.6	0.8	1.3	1.3	1.0
Importe	3.1	3.7	5.8	4.6	4.8	2.1	0.5	1.1	0.5	1.3	1.5	1.3	1.0
Nettoexport, %-Punkte	-0.5	0.4	0.3	-0.5	0.2	-0.2	0.6	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.1
Konsumentenpreise*	1.5	0.9	0.2	0.3	1.5	0.0	0.5	0.1	0.3	0.2	0.0	0.3	0.7
Arbeitslosenquote, %	6.9	6.7	6.4	6.4	6.9	6.5	6.4	6.4	6.3	6.2	6.3	6.5	6.6
Industrieproduktion	0.1	1.5	0.5	0.6									
Budgetsaldo, % BIP	-0.1	0.3	0.6	0.0	0.0								
Öff. Schuldenstand, % BIP	77.4	74.9	71.4	68.9	66.7								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6.5	7.3	8.3	8.1	7.8								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	182	212	249	254	254								

\*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

<sup>4</sup> Möbert, J. (2016). Hauspreise: Normalisierung bald abgeschlossen, Überbewertung wahrscheinlich, Ausblick Deutschland: Wachstum 2016: Exportindikator dämpft, Binnenwirtschaft läuft dank Staat und Bau, Deutsche Bank Research, 3. März 2016.



© Copyright 2016. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.