



# Monitor Unternehmensfinanzierung

## Verschlaufpause im Kreditgeschäft und der deutschen Konjunktur in Q2 2016

31. August 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)

### Unternehmensfinanzierung

**Dämpfer bei der Kreditvergabe an deutsche Unternehmen und den Finanzierungsalternativen.** Nach einer zuletzt kräftigen Expansion verhartete das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland im zweiten Quartal praktisch auf dem erreichten Stand (EUR +1,4 Mrd. oder 0,1% gg. März). Verglichen mit dem Vorjahr ergibt sich damit ein moderates Plus von 1,6%. Rückschläge verbuchten insbesondere die Verkehrsbranche und Maschinenbau/Auto, während das Kreditgeschäft v.a. mit Wohnungsunternehmen und unternehmensnahen Dienstleistern weiter wuchs. Die meisten Bankengruppen konnten davon profitieren, ausgenommen waren die Auslandsbanken und einmal mehr Landesbanken und Förderbanken.

Das Zinsniveau rutschte noch weiter ab; die Einlagenzinsen stehen kurz davor, in den negativen Bereich zu fallen. Das Einlagenvolumen liegt trotzdem mittlerweile 3,7% höher als vor einem Jahr. Dem Bank lending survey zufolge setzt sich die Margenerosion v.a. bei Krediten an große Unternehmen ungebremst fort. Vorteilhaft bleibt aber die Nachfragesituation, insbesondere bei langfristigen Krediten.

Bei den anderen Finanzierungsquellen geht die Rekordjagd im Leasing weiter, das neue Kaufprogramm der EZB unterstützt das Anleihegeschäft, aber Aktienemissionen finden nahezu überhaupt nicht mehr statt.

### Konjunktur

**Schwache Q2 BIP-Details – eingetrübter Ausblick.** Die Details des besser als erwarteten Q2-Wachstums waren schwächer als es das Aggregat nahelegte. Insbesondere der Rückgang der Investitionen fiel stärker als erwartet aus. Die Nettoexporte überraschten positiv und überkompensierten den Rückgang der Binnenwirtschaft. Eine Gegenbewegung zu den starken Nettoexporten dürfte das Q3-Wachstum belasten. Die Binnenwirtschaft dürfte dagegen wieder anziehen.

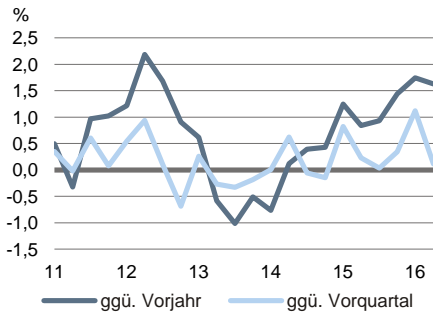
Seit der vorherigen Ausgabe des Monitors Unternehmensfinanzierung Anfang Juli 2016 führte das stärkere Q2-Wachstum und die Revision historischer Daten dazu, dass wir unsere BIP-Prognose für 2016 auf 1,9% (von 1,7%) erhöhten. Für das Jahr 2017 senken wir unsere Wachstumsprognose auf 1,0% (von 1,3%). Ein etwas schwächeres Lohnwachstum dürfte den Konsum und der gedämpfte Exportausblick sowie die hohe globale Unsicherheit die Ausrüstungsinvestitionen belasten.



## Verschauaufpause im Kreditgeschäft und der deutschen Konjunktur in Q2 2016

### Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Unternehmensfinanzierung in Deutschland

#### Kreditvolumen

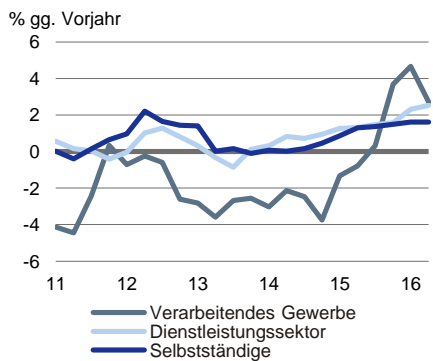
Das Kreditgeschäft in Deutschland hat im zweiten Quartal nach zuletzt guten Zahlen eine Verschauaufpause eingelegt. Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige expandierte nur noch minimal, um EUR 1,4 Mrd. (0,1%), gegenüber Vorquartal. Trotzdem blieb der Vorjahresvergleich praktisch unverändert bei soliden +1,6%. Ein wesentlicher Grund für den Dämpfer dürften die schwächeren Investitionen der Unternehmen gewesen sein, die ebenfalls zu Jahresanfang stark abgeschnitten hatten (zu den Details des Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen im **Euroraum** als Ganzes stagnieren weiterhin. Das ausstehende Volumen stieg zwar von März bis Juni um 0,4%, lag damit aber auf dem gleichen Niveau wie vor einem Jahr. Es bleibt also bei einem kreditlosen (schwachen) Aufschwung in der Währungsunion.

Hinsichtlich der verschiedenen **Sektoren** in Deutschland gab es im zweiten Quartal vor allem für das zuletzt so starke Geschäft mit dem Verarbeitenden Gewerbe einen Rückschlag (EUR -1,8 Mrd.), so dass die Jahres-Wachstumsrate auf immer noch ordentliche 2,7% zurückging. Im etwas stetigeren Geschäft mit Dienstleistern hielt die Expansion dagegen an – der Anstieg um EUR 7 Mrd. war sogar der beste Vierteljahreswert seit 2007. Damit liegt das Plus verglichen mit dem Vorjahr mittlerweile bei 2,5%, ebenfalls der höchste Stand seit der Finanzkrise. Nicht ganz so dynamisch sieht es bei den Selbstständigen aus, aber auch hier konnte ein Zuwachs von EUR 2,5 Mrd. im Quartal bzw. 1,6% über das Jahr verzeichnet werden. Insgesamt bleibt das Momentum im Kreditgeschäft mit deutschen Firmenkunden also solide.

### ... nach Branche

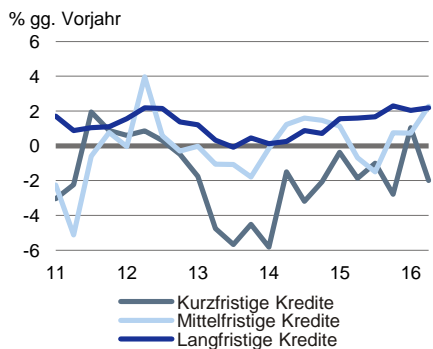
2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### ... nach Fristigkeit\*

3



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

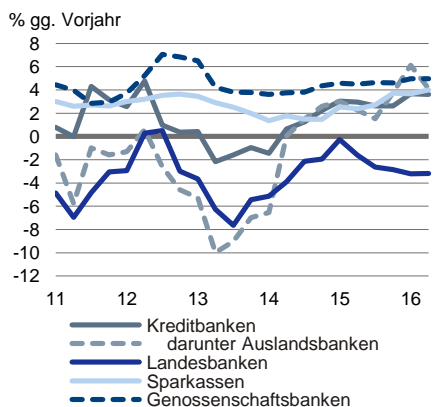
Mit Blick auf die einzelnen Wirtschaftszweige mussten Maschinenbau/Auto nach ihrem rasanten Wachstum in den Quartalen zuvor in Q2 einen Dämpfer hinnehmen (EUR -2,4 Mrd.), liegen aber immer noch deutlich über Vorjahresniveau. Andere Industriebranchen wie die Elektrotechnik (EUR +0,5 Mrd.) oder die Chemie (EUR +0,4 Mrd.) konnten dagegen erneut ein Plus verbuchen. Außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes zeigte sich ein eher schwaches Bild. Das Kreditgeschäft mit Verkehrsunternehmen brach so stark ein wie seit 2001 nicht mehr (EUR -3,6 Mrd.), so dass sich der Abwärtstrend nochmals beschleunigte. Auch die Volumina mit dem Handel (EUR -1,2 Mrd.) und den Versorgern (EUR -0,2 Mrd.) schrumpften. Die Anstiege beim Bau (EUR +0,5 Mrd.) und der Landwirtschaft (EUR +0,7 Mrd.) waren saisonaler Natur, beide Branchen behielten damit aber ihre positive Grundtendenz bei.

Im Dienstleistungsgewerbe wurde das starke Q2-Ergebnis im Wesentlichen von zwei Wirtschaftszweigen getrieben: den Wohnungsunternehmen (EUR 3,6 Mrd.) und Telekom/Beratung/Werbung (EUR 1,9 Mrd.), den unternehmensnahen Dienstleistungen. Erstere profitieren zunehmend vom Immobilienboom in deutschen Großstädten und erreichten ein neues Rekordhoch, letztere sind ohnehin eine strukturelle Wachstumsbranche und stiegen erstmals seit 2002 wieder über die Marke von EUR 100 Mrd. ausstehendes Kreditvolumen. Daneben verbuchten u.a. auch die Gewerbeimmobilienfirmen (EUR 0,7 Mrd.) und die Tourismusbranche (EUR 0,2 Mrd.) Zuwächse.

Bei der Unterscheidung nach **Fristigkeiten** zeigt sich eine relativ unspektakuläre Verteilung: Die (eher volatilen) kurzfristigen Ausleihungen waren nach ihrem sehr kräftigen Anstieg von Januar bis März dieses Mal mit 2% rückläufig, die Volumina mit Laufzeiten zwischen einem und fünf Jahren erhöhten sich um 0,7% und die mit längeren Fristigkeiten um 0,4% gg. Vq. Letzteres war bereits das sechste Quartalsplus hintereinander, was die Robustheit der zugrundeliegenden Kreditdynamik unterstreicht. Zudem lag die Jahreswachstumsrate der langfristigen Kredite zuletzt 2001 auf einem derart hohen Niveau (von über 2%)

### ... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

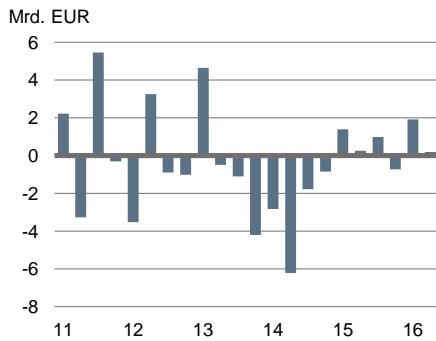
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Verschauaufpause im Kreditgeschäft und der deutschen Konjunktur in Q2 2016

### Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

über einen solch langen Zeitraum (von jetzt schon mindestens neun Monaten).

Aus Sicht der verschiedenen **Bankengruppen** verlief das zweite Quartal entweder schwarz oder weiß – entweder legten die Kreditvolumina deutlich zu oder nahmen deutlich ab. Die meisten Entwicklungen der jüngsten Zeit hielten im Grundsatz an, nur für die Auslandsbanken gab es nach dem zuletzt sehr starken Abschneiden mal wieder einen Dämpfer (-1,4% gg. Vq.), getrieben von einem Minus im Geschäft mit Maschinenbau/Auto, bei dem die Expansion zuvor besonders ausgeprägt gewesen war. Die inländischen Kreditbanken dagegen legten in ihrem traditionell besten Quartal um kräftige 2,5% zu, auf den höchsten Kreditbestand seit der Übernahme der Hypovereinsbank durch die italienische Unicredit 2005. Für die Kreditbanken insgesamt ergibt sich damit ein um solide 3,6% größeres Kreditbuch als im Vorjahr. Sparkassen (+1% gg. Vq.) und Genossenschaftsbanken (+1,1%) setzten ihren mit dem Beginn der Finanzkrise eingeschlagenen Wachstumskurs ungebremst fort, und auch die Schrumpfung der Landesbanken hielt unverändert an (-1,7%). Die Sparkassen haben mit einer aufs Jahr gerechneten Rate von 4% mittlerweile das höchste Wachstumstempo seit 2008 erreicht, die Genossenschaftsbanken liegen weiterhin noch darüber. Auch die Zurückhaltung der staatlichen Förderbanken hatte in Q2 Bestand (-0,6% gg. Vq.).

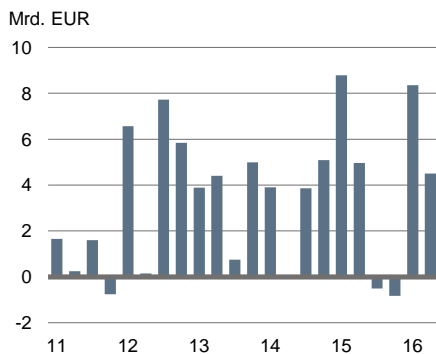
### Andere Finanzierungsquellen

Ähnlich wie im Kreditgeschäft war das Bild im vergangenen Vierteljahr auch bei den Finanzierungsalternativen durchwachsen.

Die Emission von **Commercial Paper** durch Nichtbanken lag netto bei mäßigen EUR 191 Mio. – trotzdem liegt das 2016 bisher erreichte Volumen dank des sehr guten Jahresauftakts bereits über dem Gesamtwert von 2015.

### Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6

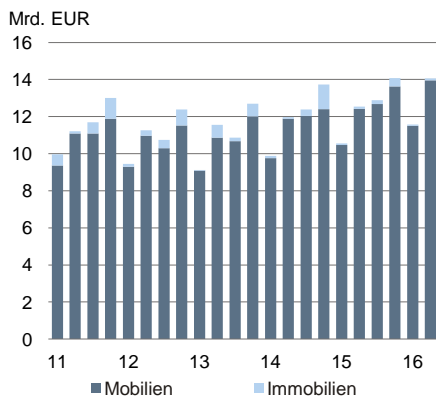


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die netto zwischen März und Juni neu begebenen EUR 4,5 Mrd. an **Unternehmensanleihen** waren dagegen ein gutes Resultat, wenn auch nicht so spektakulär, wie es manche Marktteilnehmer angesichts des neuen Aufkaufprogramms der EZB gehofft haben dürften. Interessanterweise war die Nettoemission im Juni, dem Monat, in dem die EZB mit ihren Käufen begann, sogar negativ. Im Euroraum insgesamt sah es dieses Quartal ganz ähnlich aus: Ein insgesamt sehr gutes Ergebnis von EUR 37,9 Mrd. (das viertbeste seit Beginn der Statistik 1990) beinhaltete einen schwachen Monat Juni, der aber dank des Booms zuvor nicht groß ins Gewicht fiel. Der Ausblick für das Neugeschäft bleibt aufgrund des weiterhin vorteilhaften Zinsumfelds und der starken Nachfrage nicht nur der EZB günstig.

### Leasinggeschäft, Neuvolumen

7

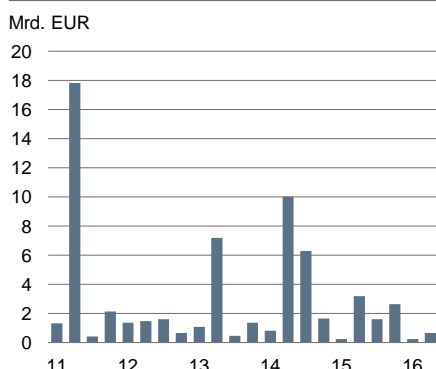


Quelle: BDL

Von einem Rekord zum nächsten eilt wiederum das **Leasinggeschäft** in Deutschland. Mit insgesamt EUR 14,1 Mrd. an Neuabschlüssen wurde wie selbstverständlich ein neues Q2-Allzeithoch erklommen, was angesichts eines mittlerweile vernachlässigbaren Immobilienleasings (EUR 111 Mio.) praktisch identisch mit dem Ergebnis im Mobiliengeschäft ist. Das Wachstumstempo hat sich dabei sogar noch weiter beschleunigt, auf satte 12% gg. Vj. Die treibenden Kräfte sind dabei vielfältig; stark schnitten sowohl Pkw und Lkw/Busse als auch Maschinen ab. Einzig die Schwäche bei geleaster Büroelektronik hielt an.

### Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im Gegensatz dazu bleibt die Lage bei **Aktienemissionen** in Deutschland desaströs. Ein Gesamtvolumen von Börsengängen und Kapitalerhöhungen von EUR 662 Mio. im oft besten Quartal des Jahres ist das schlechteste Q2-Resultat seit der Wiedervereinigung überhaupt, und das trotz eines nach den Turbulenzen zu Jahresbeginn wieder stabilisierten Kursniveaus. Die Strukturprobleme am deutschen Aktienmarkt – und Nachteile von Eigenkapital gg. laufend billiger werdendem Fremdkapital – manifestieren sich somit immer klarer.

### Einlagenvolumen

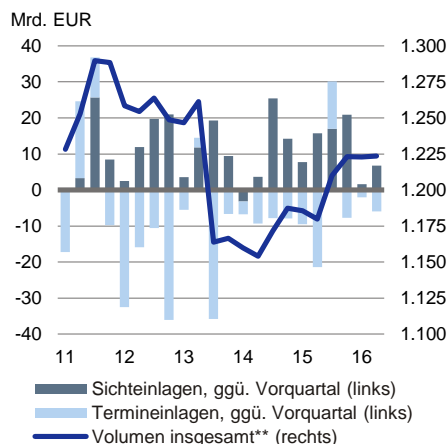
Wie schon im ersten Quartal 2016 blieb das Einlagenvolumen mit Unternehmen



## Verschnaufpause im Kreditgeschäft und der deutschen Konjunktur in Q2 2016

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

und Selbstständigen auch von April bis Juni nahezu unverändert (EUR +0,8 Mrd. gg. Vq.). Die zugrundeliegende Wachstumsdynamik ist jedoch ungebrochen und erreichte den stärksten Wert seit 2011 (+3,7% gg. Vj.). Einmal mehr verlief die Entwicklung bei den (wachsenden) Sichteinlagen und den (schrumpfenden) Termineinlagen gegenläufig. Erstere legten um EUR 6,7 Mrd. zu, letztere sanken um EUR 5,9 Mrd. Ein wichtiger Grund dürfte die Konvergenz der Zinssätze der beiden Kategorien sein, die Unternehmen für ihre bei den Banken geparkte Liquidität erhalten (Details siehe unten). Sichteinlagen haben durch ihre bessere Verfügbarkeit damit relativ an Attraktivität gewonnen und sich verglichen mit Sommer 2008 inzwischen verdoppelt.

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die Tendenz zur leichten Lockerung der allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmenskredite in Deutschland setzte sich in Q2 fort (berichtet von netto 3% der Institute). Bei den konkreten Konditionen gingen die Margen für durchschnittliche Kredite erneut zurück (9%), und die Banken senkten auch die Kreditnebenkosten sowie Anforderungen an Covenants (jeweils 6%). Der Margendruck war dabei bei großen Unternehmen erheblich kräftiger als bei KMUs (17% gg. 3%). Dieser grundsätzliche Unterschied ist bereits seit rund drei Jahren zu beobachten – während der Finanzkrise waren die Vorzeichen noch umgekehrt – und spricht für heftigeren Wettbewerb im Geschäft mit Großkunden als mit kleineren Firmen. 13% der Banken verwiesen allgemein auf die Wettbewerbssituation als Ursache für geringere Margen bei durchschnittlichen Krediten.

In Euroland insgesamt wurden die Kreditstandards in ähnlicher Weise leicht gelockert. Die Diskrepanz bei der Margenentwicklung war hier jedoch noch ausgeprägter: Während die Marge für riskantere Kredite de facto stabil blieb, meldeten ganze 31% der Banken einen Rückgang bei durchschnittlichen Krediten.

Nach dem deutlichen Anziehen der **Kreditnachfrage** in Deutschland in den Vorquartalen stieg sie im abgelaufenen Vierteljahr nur noch moderat an (gemeldet von 6% der Banken). Das Wachstum konzentrierte sich auf langfristige Kredite (13%) und kleinere Unternehmen (10%) und war v.a. getrieben vom attraktiven Zinsniveau (22%) und Umschuldungen (16%), wohingegen der Einbehalt von Gewinnen die Nachfrage verringerte (19%). Im Euroraum als Ganzes blieb die Nachfragedynamik hoch (16% der Institute vermeldeten eine weitere Zunahme gg. Vq.), aber ebenfalls stärker bei KMUs als bei großen Unternehmen.

Für das **laufende Quartal** gehen die deutschen Banken erneut von einer begrenzten Lockerung der Kreditstandards aus (6%), ihre Pendanten im Eurogebiet insgesamt prognostizieren keine nennenswerte Änderung. Auf der Nachfrageseite erwarten beide eine Belebung (16% bzw. 24%) – nach der zuletzt verbesserten „Prognosequalität“ der Banken und angesichts des zumindest anhaltend moderaten gesamtwirtschaftlichen Umfelds wohl kein unrealistisches Szenario. Die deutschen Banken bleiben dabei wie schon seit einiger Zeit besonders optimistisch für das Geschäft mit langfristigen Krediten (25%).

### Zinssätze

Wie sich durch die Margenentwicklung bereits andeutete, ist das **Zinsniveau** im Geschäft mit Unternehmen in Q2 durch die Bank weiter unter Druck geblieben. Der durchschnittliche Zins für neue **Großkredite** > EUR 1 Mio. fiel um 13 Bp. auf nur noch 1,29%; für **kleinere Kredite** mussten 2,52% bezahlt werden (-6 Bp.). Der Rückgang war über alle Zinsbindungsfristen hinweg ähnlich stark. Historisch: Die Zinsen sowohl auf **Sicht-** als auch auf **Termineinlagen** markierten während des Quartals einen neuen absoluten Tiefpunkt von einem einzigen Bp. Negativzinsen schon im laufenden Quartal sind damit durchaus möglich.

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

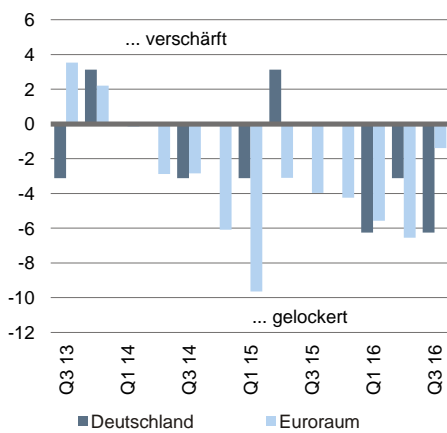
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



## Verschäufungspause im Kreditgeschäft und der deutschen Konjunktur in Q2 2016

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

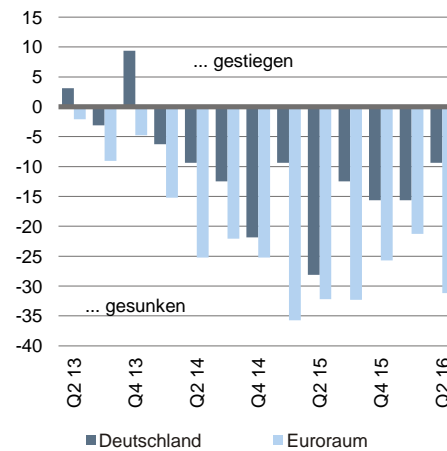


\* Q3 16 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

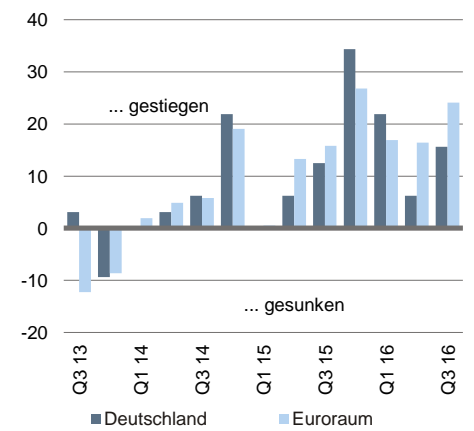
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

12

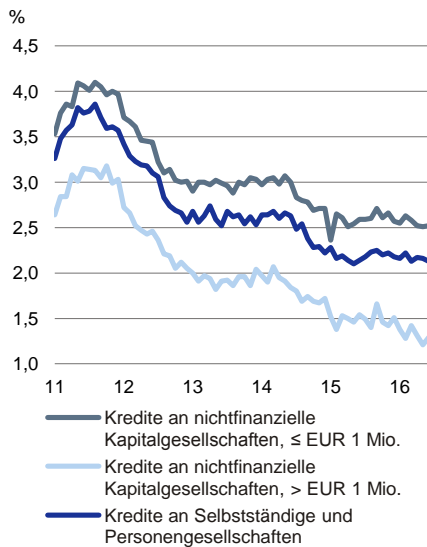


\* Q3 16 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

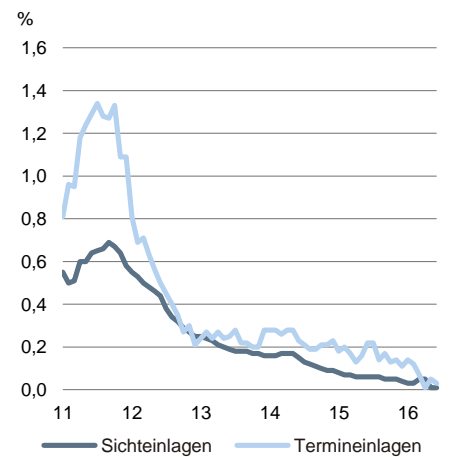
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB

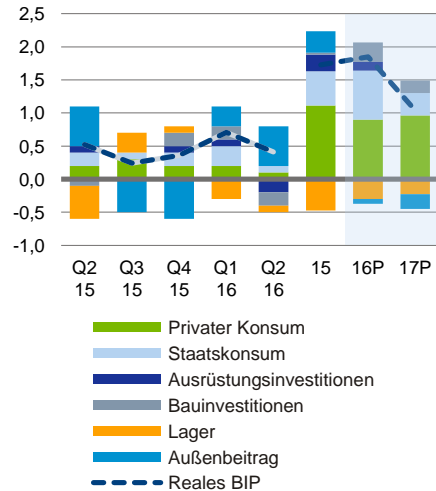


## Verschauaufpause im Kreditgeschäft und der deutschen Konjunktur in Q2 2016

### Binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum

16

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

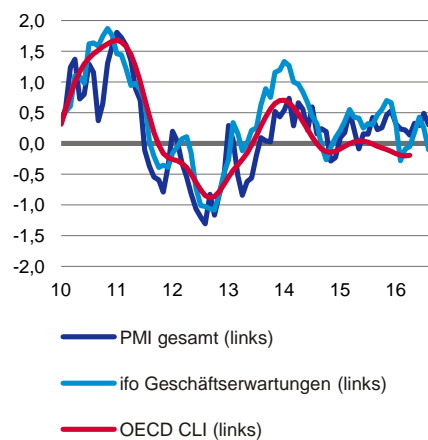


Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Frühindikatoren zuletzt gefallen

17

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

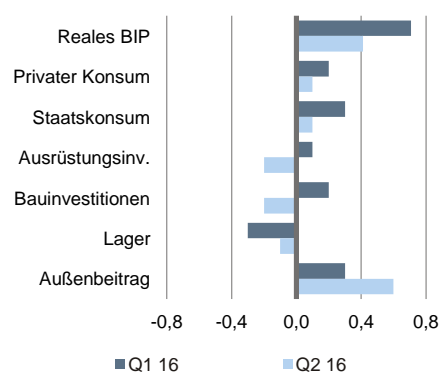


Quellen: Markit, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt

### Außenbeitrag Hauptwachstumstreiber in Q2 2016

18

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Schwache Q2 BIP-Details – eingetrübter Ausblick

- Die Details des besser als erwarteten Q2-Wachstums waren schwächer als es das Aggregat nahelegte. Insbesondere der Rückgang der Investitionen fiel stärker als erwartet aus. Die Nettoexporte überraschten positiv und überkompensierten den Rückgang der Binnenwirtschaft. Eine Gegenbewegung zu den starken Nettoexporten dürfte das Q3-Wachstum belasten. Die Binnenwirtschaft dürfte dagegen wieder anziehen.
- Seit der vorherigen Ausgabe des Monitors Unternehmensfinanzierung Anfang Juli 2016 führte das stärkere Q2-Wachstum und die Revision historischer Daten dazu, dass wir unsere BIP-Prognose für 2016 auf 1,9% (von 1,7%) erhöhten. Für das Jahr 2017 senken wir unsere Wachstumsprognose auf 1,0% (von 1,3%). Ein etwas schwächeres Lohnwachstum dürfte den Konsum und der gedämpfte Exportausblick sowie die hohe globale Unsicherheit die Ausrüstungsinvestitionen belasten.

### Q2 2016: Wechsel der Wachstumstreiber aber nur temporär

Im zweiten Quartal verlangsamte sich das Wachstum auf 0,4% gg. Vq. (Q1: 0,7% gg. Vq.). Die Abschwächung fiel allerdings weniger ausgeprägt als von uns erwartet aus, da der Nettoexport positiv überraschte und damit die Wachstumstreiber drehten. Seit 2013 kamen die Wachstumsimpulse hauptsächlich von der Binnenwirtschaft.

Der Anstieg des Außenhandels resultierte vor allem aus einem Importrückgang (-0,1% gg. Vq. gg. zuvor +1,3% gg. Vq.). Dies war der erste Rückgang seit Ende 2012, wobei der Preisanstieg zu geringeren realen Ölimporten geführt hat und weniger Investitionsgüter eingeführt wurden. Das Exportwachstum verlangsamte sich angesichts der schwachen Konjunktorentwicklung auf wichtigen Exportmärkten von 1,6% auf 1,2% gg. Vq.

Die Binnenwirtschaft dämpfte das Wachstum. Sowohl der Lagerabbau als auch die inländische Endnachfrage kosteten Wachstum, wobei insbesondere die wetterbedingte, deutliche Gegenbewegung bei den Bauinvestitionen eine Rolle spielte (-1,6% gg. Vq. gg. zuvor +2,3% gg. Vq.). Die staatlichen Bauinvestitionen gingen nach den deutlichen Anstiegen in den beiden Vorquartalen sowohl für Wohnbauten als auch für Nichtwohnbauten zurück. Bei den privaten Bauinvestitionen fielen die Investitionen in Nichtwohnbauten, aber die für Wohnbauten expandierten bereits das achte Quartal in Folge. Der Wohnungsbau profitiert weiter von den günstigen Fundamentalfaktoren (erhöhte Zuwanderung, robuster Arbeitsmarkt, historisch niedrige Zinsen).

Die Ausrüstungsinvestitionen fielen ebenfalls deutlich (-2,4% gg. zuvor +1,2% gg. Vq.). Besonders deutlich war der Rückgang bei den Ausrüstungsinvestitionen des öffentlichen Sektors, die das zweite Quartal in Folge deutlich gefallen waren (-10%; Q1: -9% gg. Vq.). Dies kam allerdings nach dem Sprung im vierten Quartal (+25% gg. Vq.), der wahrscheinlich auf höhere Ausgaben für militärische Beschaffungen zurückging. Die Ausrüstungsinvestitionen des Staates liegen immer noch um mehr als 10% über dem Vorjahresniveau.

Der private Konsum schwächte sich leicht ab (+0,2% gg. zuvor +0,3% gg. Vq.), da der Anstieg des Ölpreises um 31% gg. Vq. (Brent in Euro) die Realeinkommen dämpfte. Trotz der günstigen Fundamentalfaktoren – robuste Arbeitsmarktlage, hohe Zuwanderung, historisch niedrige Zinsen – war der Rückgang der Endnachfrage allerdings stärker als von uns erwartet.

Die BIP-Details zeigen insgesamt eine schwächere, zugrundeliegende Entwicklung als es die robuste Wachstumsrate nahelegt. Die Entwicklung der Staatsfinanzen profitiert aber weiter von der anhaltend günstigen Arbeitsmarktentwick-

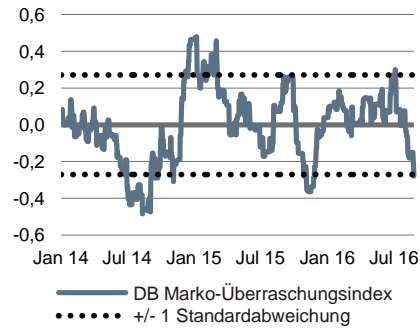


## Verschnaufpause im Kreditgeschäft und der deutschen Konjunktur in Q2 2016

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

19

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



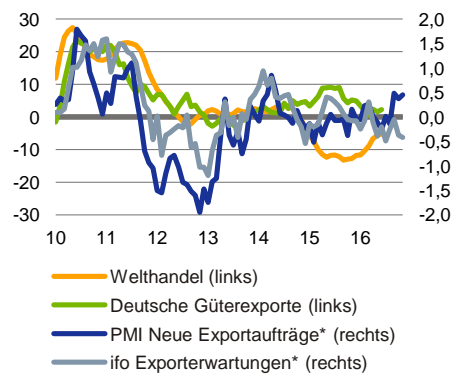
Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

### Gedämpfter Exportausblick

20

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



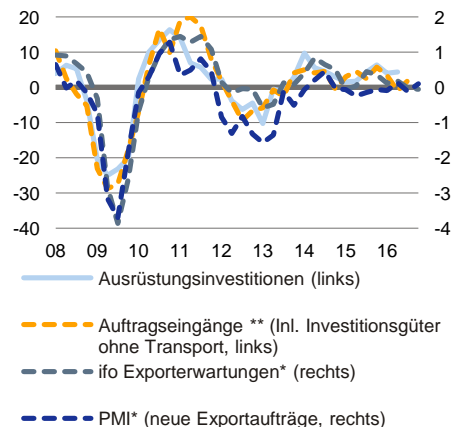
\* Vorlauf von 3 Monaten

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

### Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten

21

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



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

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

lung und den durch die historisch niedrigen Zinsen bedingten deutlich gefallen Zinsausgaben. Dank weiter sprudelnder Steuereinnahmen lag der Finanzierungssaldo des Staates im zweiten Quartal bei +0,7% des BIP und im Durchschnitt seit Ende 2014 bei 0,8%.

### Q3 Prognose reduziert – Binnenwirtschaft wieder Haupttreiber

Allerdings rechnen wir damit, dass die Binnenwirtschaft wieder zum Haupttreiber wird. Bei den Nettoexporten gehen wir von einer Gegenbewegung im dritten Quartal aus. Der deutsche Export leidet weiter unter einer äußerst verhaltenen Nachfrage, wozu der relativ starke Euro beiträgt. Die Importe dürften angesichts der soliden Binnenwirtschaft wieder anziehen.

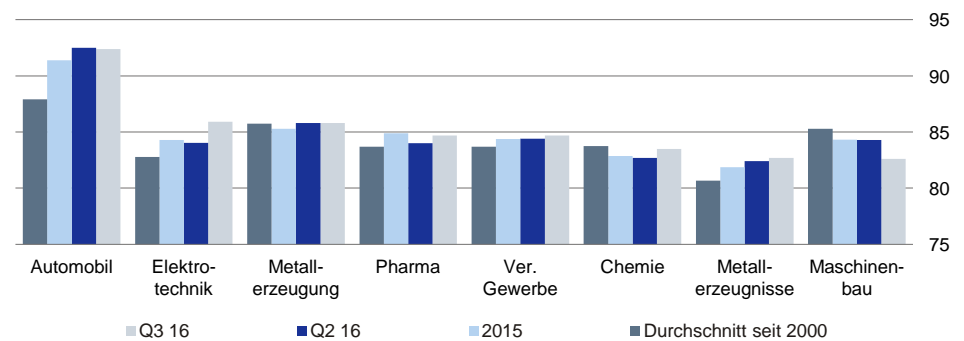
Daher haben wir die Prognose für das dritte Quartal von 0,5% auf 0,2% gg. Vq. nach unten genommen. Der stärkste Rückgang des ifo-Index seit Mai 2012 deutet ebenfalls auf eine Abschwächung hin. Die ifo-Erwartungskomponenten deuten – basierend auf den Juli- und Augustwerten – für das dritte Quartal noch auf ein BIP-Wachstum von 0,3% gg. Vq. Insgesamt enttäuschten die Konjunkturindikatoren für Deutschland zuletzt recht deutlich, so dass unser DB Makro-Überraschungsindex das erste Mal seit Ende 2015 wieder in den tief negativen Bereich rutschte.

Dennoch erwarten wir für die Binnenwirtschaft in H2 immer noch eine Wachstumsrate von 0,6%. Das Wachstum des privaten Konsums dürfte sich wieder etwas beschleunigen. Die Investitionen dürften im dritten Quartal auch wieder zulegen. Während die Fundamentalfaktoren für den Bausektor extrem günstig bleiben und wir dort mit einer dynamischen Entwicklung rechnen, dämpfen die Unsicherheiten (insbesondere Brexit, Türkei) und die schwache Weltkonjunktur die Ausrüstungsinvestitionen. Die Kapazitätsauslastung stieg nach Angaben der Unternehmen in der ifo-Befragung im dritten Quartal zwar leicht an, bleibt aber weiter für das Verarbeitende Gewerbe nur etwas über dem langfristigen Durchschnitt. Der Großteil der Unternehmensinvestitionen dürfte daher aus Ersatzinvestitionen bestehen. Nach wie vor weist der Automobilsektor die mit Abstand höchste Auslastung aus.

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

22

Kapazitätsauslastung, sb., %



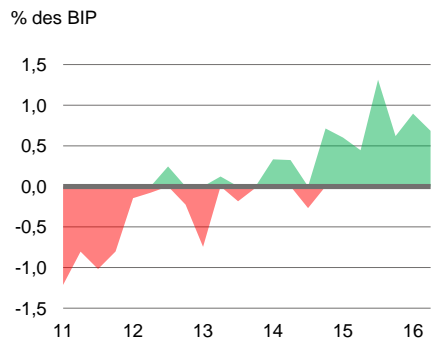
Quelle: ifo



## Verschauaufpause im Kreditgeschäft und der deutschen Konjunktur in Q2 2016

Finanzierungssaldo des Staates  
deutlich im Plus

23



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Prognose für 2016: Aufwärtsrevision auf 1,9% BIP-Wachstum

Unsere Prognose für das BIP-Wachstum 2016 haben wir von 1,7% auf 1,9% erhöht. Dies liegt vor allem am unerwartet kräftigen Wachstum im zweiten Quartal und den Revisionen der Historie, die eine höhere Ausgangsbasis für den Rest des Jahres bilden. Das durchschnittliche erwartete Quartalswachstum 2016 liegt unverändert bei leicht über 0,4% gg. Vq.

Aufgrund des etwas höheren BIP-Wachstums und wahrscheinlich leicht geringer als von uns ursprünglich erwarteten, flüchtlingsbezogenen Ausgaben, haben wir unsere Prognose des Finanzierungssaldos auf 0,5% des BIP angehoben. Dies wäre der dritte Überschuss in Folge.

### Ausblick für 2017 eingetrübter

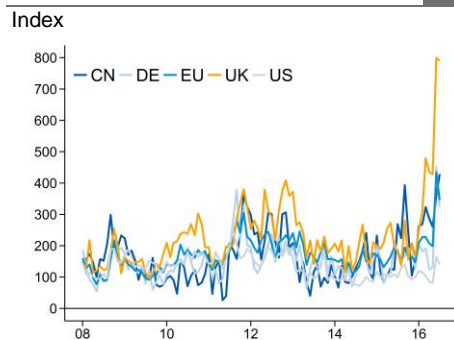
Für das Jahr 2017 senken wir unsere Wachstumsprognose von 1,3% auf 1,0%. Zum einen ist dies eine Folge unserer Prognoseänderung für das zweite Halbjahr 2016. Zum anderen haben wir die Quartalswachstumsraten für das kommende Jahr leicht nach unten genommen: Das etwas schwächere Lohnwachstum dürfte das Konsumwachstum belasten. Die Ausrüstungsinvestitionen könnten weitgehend stagnieren. Der gedämpfte Exportausblick und hohe globale Unsicherheit schlagen negativ auf die Investitionsplanung der Unternehmen durch, was sich an der zuletzt schwachen Auftragslage für inländische Investitionsgüter zeigt. Die Nachfrage der Unternehmen nach Krediten zur Finanzierung von Investitionsgütern dürfte sich daher äußerst verhalten entwickeln. Die Ersparnis der Unternehmen dürfte damit weiter deutlich über den Nettoinvestitionen liegen. Zur Finanzierung dürften sie zudem auf einbehaltene Gewinne zurückgreifen, die von den gefallen Zinsausgaben profitieren. Das günstige Umfeld für Bauinvestitionen dürfte weiter anhalten und diese solide expandieren. Kapazitätsengpässe behindern einen stärkeren Anstieg

Die prognostizierten durchschnittlichen Quartalswachstumsraten von etwa 0,35% gg. Vq. sind allerdings weiter solide angesichts der ungünstigen demographischen Entwicklung und des aufgrund rückläufiger Migrationszahlen wohl geringeren Anstiegs der Staatsausgaben. Wir sehen aufgrund der anhaltend hohen Unsicherheit über das externe Umfeld eher Abwärtsrisiken zu unserer Prognose.

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

Politische Unsicherheit nach Brexit  
deutlich gestiegen

24



Quelle: Baker, Scott, Bloom and Davis (2012) Measuring Economic Policy Uncertainty, <http://www.policyuncertainty.com>





## Verschaufpause im Kreditgeschäft und der deutschen Konjunktur in Q2 2016

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

25

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2015				2016			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3P	Q4P
BIP	0,5	1,6	1,7	1,9	1,0	0,3	0,4	0,3	0,4	0,7	0,4	0,2	0,5
Privater Konsum	0,7	0,9	2,0	1,6	1,2	0,4	0,1	0,6	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4
Staatsausgaben	1,2	1,2	2,8	3,9	1,7	0,4	0,7	1,3	1,2	1,3	0,6	0,8	0,8
Anlageinvestitionen	-1,1	3,4	1,7	2,7	1,2	1,7	-0,4	-0,3	1,7	1,7	-1,5	0,8	0,7
Ausrüstungen	-2,1	5,5	3,7	1,9	0,0	1,9	0,5	-0,8	1,8	1,2	-2,4	1,0	0,1
Bau	-1,1	1,9	0,3	3,1	2,0	1,8	-1,3	-0,3	2,0	2,3	-1,6	0,8	1,2
Lager, %-Punkte	0,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	-0,5	0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,1	0,0
Exporte	1,9	4,1	5,2	3,0	2,0	1,5	1,8	0,2	-0,7	1,6	1,2	0,5	0,4
Importe	3,1	4,0	5,5	3,4	2,9	2,1	0,5	1,1	0,6	1,3	-0,1	1,6	0,6
Nettoexport, %-Punkte	-0,5	0,4	0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,6	-0,5	-0,6	0,2	0,6	-0,4	-0,1
Konsumentenpreise*	1,5	0,9	0,2	0,5	1,5	0,0	0,5	0,1	0,3	0,3	0,1	0,7	1,1
Arbeitslosenquote, %	6,9	6,7	6,4	6,2	6,5	6,5	6,4	6,4	6,3	6,2	6,1	6,1	6,2
Industrieproduktion	0,1	1,5	0,5	1,4									
Budgetsaldo, % BIP	-0,1	0,3	0,7	0,5	0,5								
Öff. Schuldenstand, % BIP	77,1	74,6	71,2	68,2	65,9								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,5	7,3	8,5	8,8	8,2								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	190	213	256	275	265								

\*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 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.