



Kreditvergabe zieht weiter an, Konjunktur in Deutschland boomt in Q4 2017

1. März 2018

Autoren

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

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

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Unternehmensfinanzierung

Kreditvergabe gewinnt weiter an Fahrt, Auslandsbanken wachsen zweistellig, gefolgt von Genossenschaftsbanken und Sparkassen. Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat auch im vierten Quartal weiter angezogen (ausstehendes Volumen EUR +8,4 Mrd. bzw. +0,7%) und 2017 insgesamt das kräftigste Plus seit fast einem Jahrzehnt erreicht (+3,7% ggü. Vorjahr). Es liegt damit aber weiterhin, wenn auch knapp, unter dem nominalen BIP-Wachstum (3,8%). Der Anstieg war breit getragen – sowohl das Verarbeitende Gewerbe als auch die Dienstleister legten deutlich zu (insbesondere Maschinenbau/Auto bzw. die immobiliennahen Branchen und unternehmensnahe Dienstleistungen). Ebenfalls positiv: Die langfristigen Kredite erreichten mit +3,8% ggü. Vorjahr den besten Wert seit Einführung des Euro. Die Auslandsbanken setzten sich mit einem Zuwachs von über 10% an die Spitze, gefolgt von Kreditgenossenschaften und Sparkassen. Erstere expandierten so stark wie seit der Finanzkrise nicht mehr. Im Gegensatz dazu war das Wachstum der inländischen Kreditbanken das schwächste seit der Krise und die Landesbanken hinkten weiter hinterher. Das Einlagenvolumen erhöhte sich um solide 1,9%. Das Zinsniveau stabilisierte sich nach jahrelangem Rückgang, bei Einlagen allerdings im negativen Bereich.

Substitution von Kapitalmarkt- durch Kreditfinanzierung. Unter der starken Kreditvergabe litten die übrigen externen Finanzierungskanäle. Nach dem Rekord im Vorjahr brachen Anleiheemissionen 2017 um zwei Drittel ein. Aktienemissionen wurden von einer Transaktion aus dem Finanzsektor dominiert, während Commercial Paper praktisch stagnierten. Nur das Leasinggeschäft schnitt mit einem Allzeithoch an neu abgeschlossenen Verträgen ausgezeichnet ab (+7%).

Konjunktur

Die deutsche Wirtschaft legte im vierten Quartal weiter zu. Das BIP-Wachstum hat sich im Schlussquartal 2017 mit 0,6% ggü. Vq. als robust erwiesen. Dabei kamen die Wachstumsimpulse in erster Linie vom Außenhandel. Die Exporte stiegen um 2,7% ggü. Vq. Die Importe legten mit 2,0% ggü. Vq. ebenfalls kräftig zu. Vor dem Hintergrund der hohen Kapazitätsauslastung legten auch die Investitionen in Ausrüstungen mit 0,7% ggü. Vq. weiter zu. Die Bauinvestitionen gingen hingegen mit -0,4% ggü. Vq. das zweite Quartal in Folge zurück. Aufgrund der hohen Auslastung der Bauindustrie könnten Kapazitäts- und Lieferengpässe die Investitionen in Bauten zunehmend begrenzt haben.

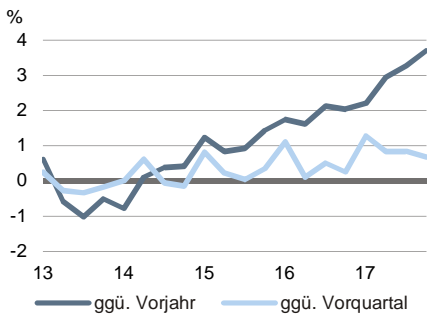
Für das Jahr 2018 erwarten wir einen BIP-Anstieg von 2,3%. Die Prognose der Industrieproduktion wurde auf 2,5% angehoben. Mit Blick auf das gute weltwirtschaftliche Umfeld und insbesondere auf die fortschreitende Erholung der Eurozone sehen wir für unsere Wachstumsprognose von 2,3% eher Aufwärts- als Abwärtsrisiken, zumal die deutsche Volkswirtschaft mit einem Wachstumsüberhang von 1% in das neue Jahr gestartet ist. Die Wachstumsimpulse dafür dürften – wie bereits in 2017 – hauptsächlich vom privaten Verbrauch und den Investitionen kommen.



Kreditvergabe zieht weiter an, Konjunktur in Deutschland boomt in Q4 2017

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

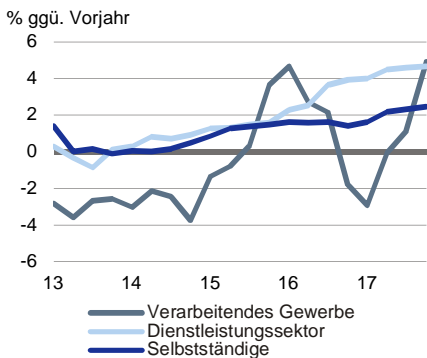
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige hat sich in Deutschland auch zum Jahresende 2017 weiter beschleunigt. Im Vorjahresvergleich lag das ausstehende Kreditvolumen bereinigt 3,7% oder EUR 44,8 Mrd. im Plus – der stärkste Anstieg seit 2008. Zwischen September und Dezember gab es einen Zuwachs von EUR 8,4 Mrd. bzw. 0,7%, auch das der beste Q4-Wert seit fast einem Jahrzehnt. Gleichzeitig war es schon der 12. Quartalsanstieg in Folge. Eine solch lange, wenngleich eher flache Expansionsphase hat es seit der Einführung des Euro in Deutschland noch nicht gegeben. Das Kreditgeschäft bleibt damit im Einklang mit der ausgesprochen positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (zu den Details des Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2



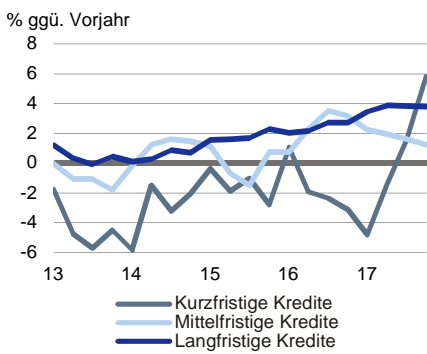
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** kommt die Kreditvergabe dagegen trotz ähnlich guter Rahmenbedingungen nicht vom Fleck. Im vierten Quartal erhöhte sich das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen zwar um 0,4%, lag damit aber nur 0,2% höher als vor einem Jahr. Diese Stagnation hält seit nunmehr dreieinhalb Jahren an. Auch wenn Portfolioverkäufe notleidender Kredite in südeuropäischen Ländern die Schwäche überzeichnen, ist die Diskrepanz zum dynamischen Kreditgeschäft in Deutschland doch frappierend.

Unter den verschiedenen **Sektoren** in Deutschland bleibt die Kreditvergabe an das Dienstleistungsgewerbe auf einem stetigen Wachstumskurs (bereinigt um statistische Brüche +4,7% ggü. Vorjahr). Das deutlich volatilere Verarbeitende Gewerbe verzeichnete zwar im Quartalsvergleich nur ein quasi konstantes Kreditvolumen, verbesserte sich aber auf 12-Monats-Sicht auf +4,9%. Auf den ersten Blick nicht ganz so gut läuft das Kreditgeschäft mit Selbstständigen. Der Anstieg um 2,5% bedeutet jedoch den besten Wert seit Anfang 2000.

... nach Fristigkeit*

3



* ohne sonstige Finanzinstitute

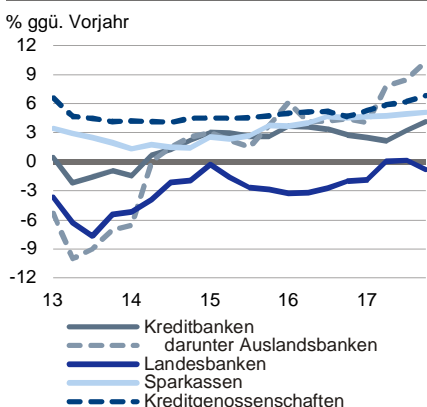
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes konnte die größte Branche, Maschinenbau/Auto, 2017 den stärksten Zuwachs verbuchen (+9,3%), gefolgt von Chemie (9,2%) und Ernährung (6,8% – der kräftigste Anstieg seit dem Wiedervereinigungsboom 1992). Textil verzeichnete das einzige Minus (-0,7%). Bei der Industriebranche mit dem zweithöchsten Kreditvolumen – Metall – stagnierte der Kreditbestand de facto.

Bei den sonstigen Branchen beschleunigte sich 2017 das Kreditgeschäft in mehreren Bereichen: Versorger/Bergbau (bereinigt +5% ggü. Vj.), Handel (+4%) und Bau (bereinigt +3,9%). Im Gegensatz dazu gab es bei der Landwirtschaft das erste Minus im Vorjahresvergleich seit 2005 (-0,8%), während sich die Schrumpfkur des Kreditvolumens mit der Verkehrsbranche ungebremst fortsetzte (-9,6%).

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im Dienstleistungssektor hält das starke Wachstum bei Wohnungsunternehmen an (+5% ggü. Vj.). Auch bei Telekom/Beratung/Werbung, d.h. den unternehmensnahen Dienstleistungen (+4,5%), Gewerbeimmobilien (bereinigt +4,2%) und den Beteiligungsgesellschaften (+16,4%) entwickelte sich die Kreditvergabe weiterhin deutlich positiv, während die Dynamik bei Tourismus/Gastronomie (+3,1%) und Gesundheit (+2,8%) etwas moderater war. Wieviel Schwung das Geschäft mit Dienstleistungsfirmen insgesamt in den letzten beiden Jahren gewonnen hat, zeigt sich auch daran, dass für einige Branchen das Kreditvolumen einen Rekordstand erreicht hat: für Wohnungsunternehmen, unternehmensnahe Dienstleistungen und Gesundheit. Trotzdem liegt der Gesamtbetrag für alle Dienstleister noch unter dem Höchstwert von 2002.

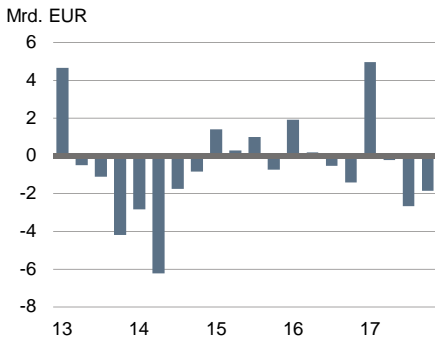
Hinsichtlich der **Kreditfristigkeiten** war in Q4 nur das relativ gute Abschneiden der kurzfristigen Kredite bemerkenswert. Diese sind in der Regel zum Jahresende hin stark rückläufig (-4,2% ggü. Vorquartal im Durchschnitt der Jahre 2010-16), dieses Mal jedoch blieb das Minus mit -1,3% eher gering. Dadurch



Kreditvergabe zieht weiter an, Konjunktur in Deutschland boomt in Q4 2017

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



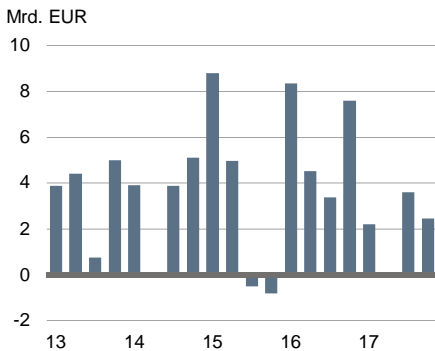
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

drehte der Vorjahresvergleich auf +5,8% – die beste Marke seit der Finanzkrise. Auch die langfristigen Ausleihungen expandierten 2017 insgesamt um robuste 3,8% – sogar das höchste Jahresplus seit 1998. Kredite mit mittlerer Laufzeit (1-5 Jahre) kletterten um 1,2%.

Vom breit angelegten Kreditaufschwung profitiert allerdings nur ein Teil des Bankensektors, genaugenommen hat sich der Markt zweigeteilt. Zu den **Ban-kengruppen**, deren Wachstum 2017 weiter angezogen hat, gehören die Auslandsbanken (+10,4% ggü. Vj.), die Genossenschaftsbanken (+6,8%) sowie die Sparkassen (+5,1%). Erstere legten damit so kräftig zu wie seit 2008 nicht mehr. Auf der anderen Seite war das Kreditvolumen der Landesbanken (-0,8%) und der Förderbanken (einschließlich DZ Bank) mit bereinigt -3,5% unverändert rückläufig und die Kreditvergabe der einheimischen Kreditbanken verlangsamte sich auf nur noch +1%, den geringsten Wert seit 2009.

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Eine Ausweitung des Kreditgeschäfts gelang den Auslandsbanken im vergangenen Jahr vor allem bei Maschinenbau/Auto sowie im Handel. Die Verbünde von Kreditgenossenschaften und Sparkassen wiederum schnitten bei den immobilien-nahen Branchen (Wohnungsunternehmen & Gewerbeimmobilienfirmen) ausgesprochen gut ab und in geringerem Maße auch bei den unternehmensnahen Dienstleistungen. Die Sparkassen konnten außerdem ein nennenswertes Plus in der Baubranche verbuchen, die Genossenschaftsbanken bei der Gesundheit. Die Landesbanken waren in ihrer früheren Paradedisziplin Verkehr besonders schwach.

Andere Finanzierungsquellen

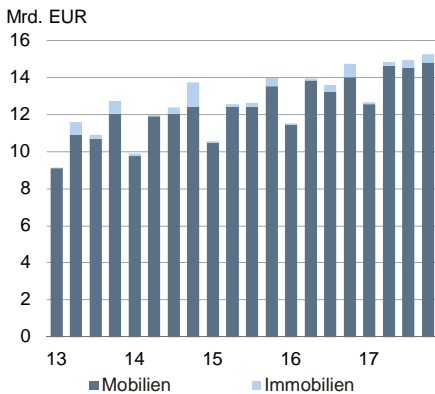
Die übrigen Finanzierungsformen haben unter dem Kreditaufschwung im vergangenen Jahr überwiegend gelitten.

Bei der kurzfristigen Kapitalmarktfinanzierung von Nichtbanken über **Commercial Paper** stagnierte das Geschäft im Großen und Ganzen; die Nettoemission lag bei gerade einmal EUR 206 Mio. Angesichts der niedrigen Kosten, zu denen Unternehmen gegenwärtig auch über längere Fristen Gelder aufnehmen können, ist dies wenig überraschend.

Der **Anleihemarkt** hat 2017 nach seiner rekordhohen Emissionsaktivität im Vorjahr einen Einbruch erlebt. Das Volumen der von nichtfinanziellen Unternehmen netto neu begebenen Papiere fiel um zwei Drittel auf nur noch EUR 8,2 Mrd. Selbst die fortgesetzten Käufe der EZB konnten nichts daran ändern, dass manche Schuldner offenbar lieber zu ihrer Hausbank zurückkehrten, um einen Kredit aufzunehmen, als sich die Mittel über den Kapitalmarkt zu beschaffen. Es kann aber auch ein Zeichen verstärkten Kapitalbedarfs von kleineren und mittleren Unternehmen sein, die häufig keinen Zugang zum Kapitalmarkt haben. Im Euroraum als Ganzes blieb die Emission von Anleihen dagegen robust, auch wenn es im Gesamtjahr einen 22%igen Rückgang auf EUR 67,6 Mrd. gab. Wie der Markt auf das wohl zum Jahresende zu erwartende Ende der EZB-Käufe reagieren wird, bleibt vorerst abzuwarten.

Leasinggeschäft, Neuvolumen

7



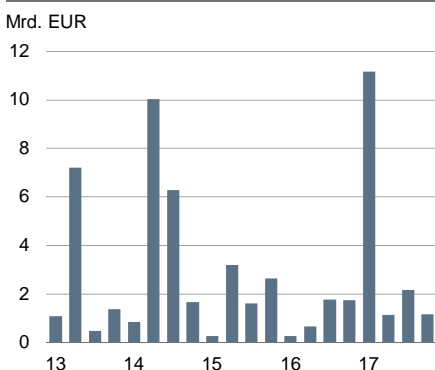
Quelle: BDL

Das **Leasinggeschäft** in Deutschland hat 2017 mit neu abgeschlossenen Verträgen im Umfang von EUR 57,6 Mrd. ein Allzeithoch erreicht. Im Mobiliensegment, das den Schwerpunkt bildet, stand ein Plus von 8% ggü. Vj. auf EUR 56,5 Mrd. zu Buche. Das Wachstum war aus Objektsicht breit angelegt, einen Rückgang verzeichnete lediglich die Büroelektronik. Immobilien wurden im Wert von EUR 1,1 Mrd. neu geleast (-12% ggü. Vj.).

Die Unternehmen gaben 2017 für insgesamt EUR 15,6 Mrd. neue **Aktien** aus, wobei mehr als die Hälfte davon aus einer Kapitalerhöhung im Finanzsektor stammte. Im vierten Quartal ging eine Reihe mittelgroßer Unternehmen aus verschiedenen Branchen an die Börse oder erhöhte das Kapital. Im laufenden Jahr sind die Aussichten dank mehrerer großvolumiger Transaktionen, die zum Teil schon auf den Weg gebracht wurden, deutlich besser.

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



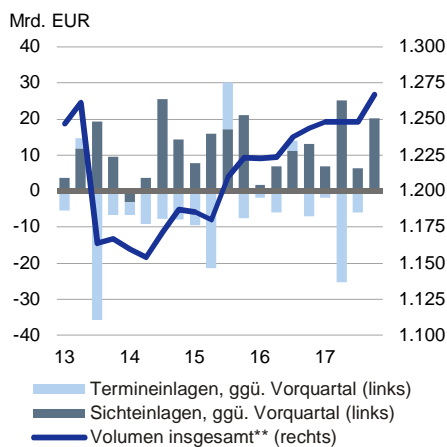
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



Kreditvergabe zieht weiter an, Konjunktur in Deutschland boomt in Q4 2017

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

Einlagenvolumen

Nachdem die Einlagenzuflüsse der Unternehmen und Selbstständigen zuletzt etwas geschwächt hatten, haben sie im Schlussquartal wieder angezogen und damit den Vorjahresvergleich auf solide +1,9% angehoben. 2017 hielt die Substitution von längerfristigen Termingeldern (EUR -34 Mrd. bzw. -7% ggü. Dezember 2016) durch jederzeit verfügbare Sichteinlagen (EUR +58 Mrd., +8%) an. Unter dem Strich war jedoch im abgelaufenen Jahr zum ersten Mal seit 2012 das Kreditwachstum der deutschen Banken im Geschäft mit inländischen Unternehmen signifikant höher als das Einlagenwachstum.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die Banken nahmen in Q4 2017 bei den allgemeinen **Standards für Kredite** an deutsche Unternehmen keine nennenswerten Änderungen vor. Die konkreten Kreditkonditionen wurden vor allem aufgrund eines deutlich verschärften Wettbewerbs von netto 13% der befragten Institute gelockert, was sich im Wesentlichen in einer geringeren Marge für durchschnittliche Kredite niederschlug, bei großen Unternehmen auch in niedrigeren Kreditnebenkosten. Im Eurogebiet wurden die Kreditstandards nur bei Ausleihungen an große Unternehmen und bei kurzfristigen Krediten leicht gelockert und die Margen für durchschnittliche Kredite befanden sich weiter im Sinkflug (24% der Banken meldeten eine Verringerung – das 19. Quartalsminus in Folge).

Anhaltend positiv, wenn auch ohne viel Schwung entwickelt sich die **Nachfrage-situation** in Deutschland. 9% der Banken registrierten eine Zunahme in Q4, wobei das Plus bei großen Unternehmen doppelt so stark ausfiel wie bei KMU und bei langfristigen Krediten doppelt so stark wie bei kurzfristigen. Förderlich wirkten sich hierbei verstärkte Investitionen der Unternehmen aus, dämpfend dagegen gute Profitabilität, d.h. Innenfinanzierung, sowie die Verfügbarkeit von Krediten anderer Banken. Im Euroraum fiel der Nachfrageanstieg kräftiger aus (21%), zudem gleichmäßig bei großen und kleineren Firmen.

Für das **erste Quartal 2018** gehen die deutschen Banken im Großen und Ganzen von einer Fortsetzung der jüngsten Trends aus – keine wesentliche Änderung der Kreditstandards (mit Ausnahme einer moderaten Lockerung bei KMU), begrenzte Belebung der Nachfrage (überwiegend bei KMU und langfristigen Krediten). Auf EWU-Ebene ähneln die Erwartungen ebenfalls der Entwicklung in Q4.

Zinssätze

Nach jahrelangem Rückgang – de facto seit 2012 – hat sich das Zinsniveau 2017 stabilisiert. Im **Kredit-Neugeschäft** wurden zwar Großkredite (> EUR 1 Mio.) an Kapitalgesellschaften nochmals etwas günstiger (1,3% zum Jahresende), Kredite an Selbstständige und Personengesellschaften dagegen geringfügig teurer (2,1%). Kleinkredite (< EUR 1 Mio.) blieben konstant bei 2,4%. Variabel verzinsten Kredite und solche mit einer Zinsbindung von 1-5 Jahren wurden im Jahresvergleich jeweils etwas billiger (1,3% bzw. 1,8%), Kredite mit langer Zinsbindungsfrist von über 5 Jahren verharrten bei 1,7%. Diese leichte Inversion der Zinsstrukturkurve, mit höheren Zinsen in der mittleren als in der langen Frist, ist häufig ein Zeichen für einen kommenden Abschwung und hält üblicherweise nicht sehr lange an. In Europa gilt diese Anomalie allerdings mehr oder weniger schon seit Sommer 2007.

Die Zinsen auf **Sicht-** wie auch auf **Termineinlagen** blieben im Jahresverlauf weitgehend stabil und bildeten somit bei -2 bzw. -3 Bp. (im Dezember) einen Boden aus.

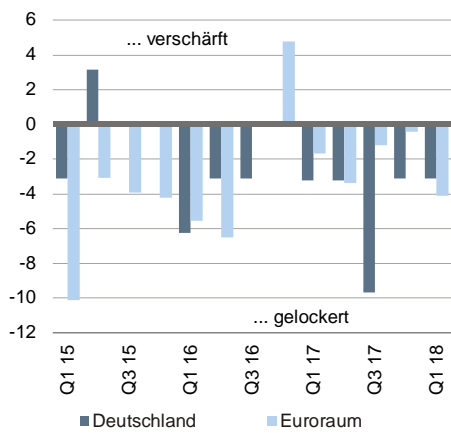
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Kreditvergabe zieht weiter an, Konjunktur in Deutschland boomt in Q4 2017

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

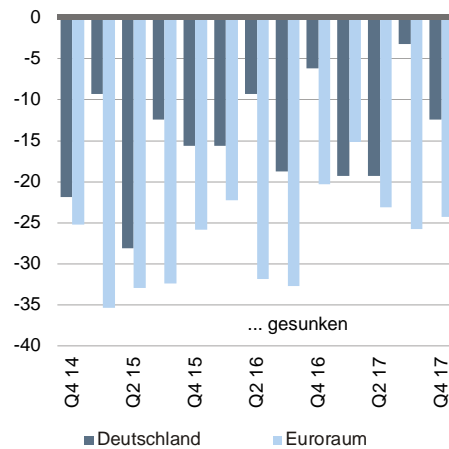


* Q1 18 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

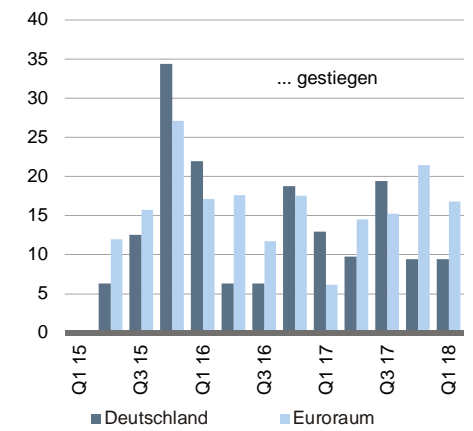
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

12

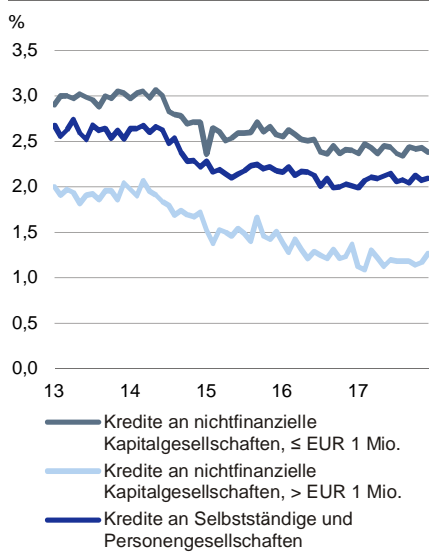


* Q1 18 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

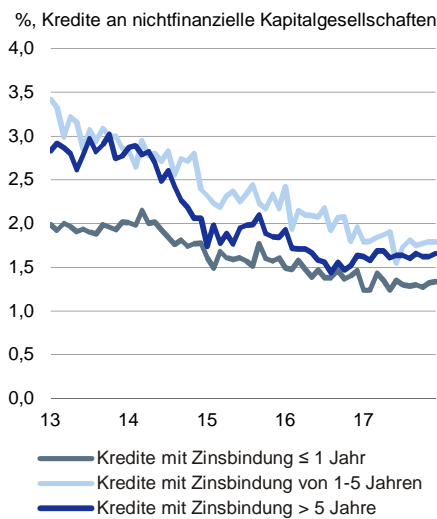
13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

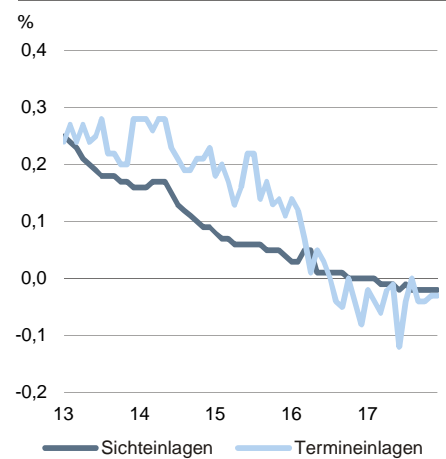
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB



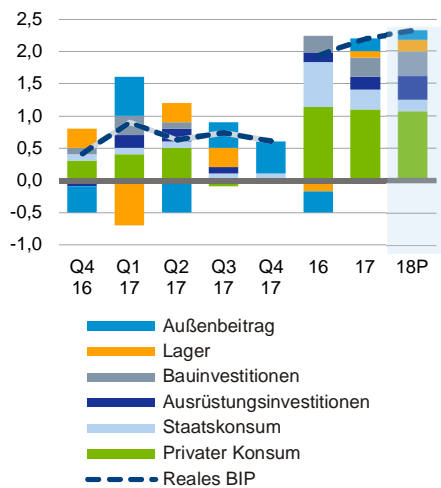
Kreditvergabe zieht weiter an, Konjunktur in Deutschland boomt in Q4 2017

Solides Wachstum im Schlussquartal 2017 – Kapazitätsengpässe zunehmend spürbar

Außenhandel
Hauptwachstumstreiber in Q4

16

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

- Die deutsche Wirtschaft hat auch im vierten Quartal ihr Wachstumstempo beibehalten. Die stärksten Wachstumsimpulse kamen dabei vom Außenhandel, während die inländische Verwendung nahezu auf ihrem Vorquartalsniveau verharrte.
- Die Bruttoanlageinvestitionen sind auf dem Niveau des Vorquartals verblieben. Die Unterkomponenten zeigten ein gemischtes Bild. Während die Investitionen in Anlagen und Ausrüstungen um 0,7% ggü. Vq. stiegen, gingen die Bauinvestitionen – überraschend – um 0,4% ggü. Vq. zurück.
- Die weiter kräftig gestiegene Beschäftigung und das Lohnwachstum stützten den privaten Konsum. So konnte er trotz des starken Ölpreisanstiegs (Brent) in Q4 von 18% ggü. Vq. (17,6% in Euro) sein Vorquartalsniveau halten. Die Sparquote ist nach ihrem Tief im Sommer (9,7%) das zweite Quartal in Folge auf jetzt 10,2% gestiegen.
- Mit Blick auf das gute weltwirtschaftliche Umfeld und insbesondere auf die fortschreitende Erholung der Eurozone sehen wir für unsere Wachstumsprognose von 2,3% eher Aufwärts- als Abwärtsrisiken, zumal die deutsche Volkswirtschaft mit einem Wachstumsüberhang von 1% in das neue Jahr gestartet ist. Wir haben unsere Prognose der Industrieproduktion in 2018 auf 2,5% angehoben.

Robustes BIP-Wachstum in Q4 und positiver Konjunkturausblick

Deutschland: Konjunkturprognose

17

% gg. Vj.	2017	2018P	2019P
Reales BIP	2,2	2,3	1,8
Privater Konsum	2,0	1,8	1,5
Staatsausgaben	1,4	1,0	1,0
Anlageinvestitionen	3,0	3,7	3,6
Ausrüstungen	2,2	3,5	5,1
Bau	2,7	2,6	4,0
Lager, %-Punkte	0,1	0,3	0,0
Exporte	4,7	4,8	4,5
Importe	5,2	5,2	5,1
Nettoexport, %-Punkte	0,2	0,2	0,0
HIVP	0,4	1,7	1,6
Staatsverschuldung, % BIP	64,4	60,9	58,1
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,3	5,3
Budgetsaldo, % BIP	1,2	0,8	0,5
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,2	6,5	6,5

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Das Wachstum des deutschen BIP hat sich im Schlussquartal 2017 mit 0,6% ggü. Vq. als robust erwiesen und im Vergleich zum starken Vorquartal nur wenig an Dynamik eingebüßt. Damit lag es leicht über unserer Erwartung von 0,5%. Das statistische Bundesamt teilte zudem mit, dass das Ergebnis für das dritte Quartal auf 0,7% (0,8%) ggü. Vq. revidiert wurde.

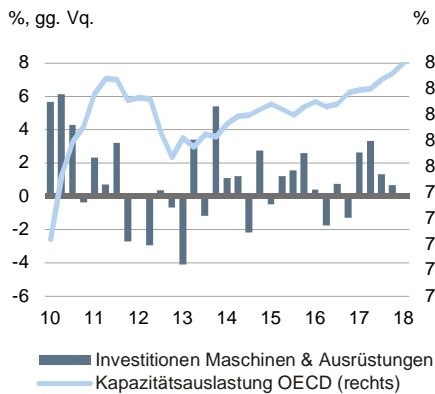
Vom Außenhandel kamen im vierten Quartal die stärksten Wachstumsimpulse, er trug 0,5 Prozentpunkte zum Wachstum bei. Dabei ist die Zunahme der Exporte um 2,7% ggü. Vq. bemerkenswert, es war der höchste Quartalszuwachs in den vergangenen 7 Jahren. Hier schlug sich die kräftige Weltkonjunktur nieder, während die gut 10-prozentige Aufwertung des Euro ggü. dem USD (Vorjahresvergleich) noch nicht spürbar war. Die Importe legten mit 2,0% ggü. Vq. ebenfalls kräftig zu. Infolge der dynamischen Wirtschaftsentwicklung wurden vor allem Vorleistungs- und Konsumgüter eingeführt. Die Konsumausgaben des Staates stiegen um 0,5% ggü. Vq. und steuerten damit die verbleibenden 0,1 Prozentpunkte zum Quartalswachstum bei. Die privaten Konsumausgaben sind auf dem hohen Niveau des Vorquartals verblieben. Die Konsumenten bestellten zwar fleißig im Internet- und Versandhandel, was zu einem Anstieg der realen Umsätze im Einzelhandel führte. Sie hielten sich jedoch beim Kauf von Informations- und Kommunikationstechnik zurück. Die Bruttoanlageinvestitionen verharrten auf dem Niveau des Vorquartals. Dabei stiege die Investitionen in Anlagen und Ausrüstungen um 0,7% ggü. Vq., die Bauinvestitionen gingen erneut leicht zurück (0,4% ggü. Vq., Q3 -0,3%) .

Das Beschäftigungswachstum blieb auch im vierten Quartal hoch. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg auf rund 44,7 Millionen. Das waren 642.000 Personen mehr als ein Jahr zuvor. Im Jahr 2017 lag der Anstieg gegenüber dem Vorjahr bei 1,5%. Daneben setzte sich auch das Lohnwachstum fort. Die Tariflöhne auf



Kreditvergabe zieht weiter an, Konjunktur in Deutschland boomt in Q4 2017

Kapazitätsauslastung, M&E Investitionen 18

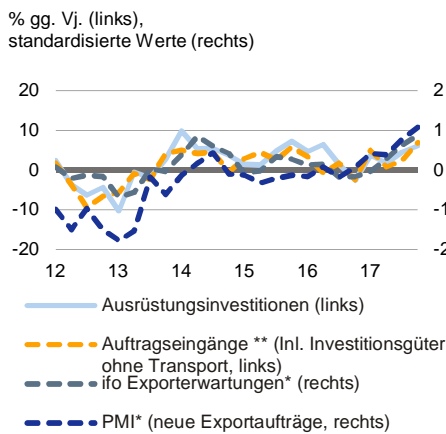


Stundenbasis (ohne Einmalzahlungen) wuchsen um 1,9% (Bundesbank) gegenüber dem Vorjahresquartal. Verglichen mit der Effektivlohnentwicklung von 2,9% ergibt sich eine Lohndrift von 1%. Die zuletzt kräftig um rund 18% ggü. Vq. gestiegenen Ölpreise (Brent, 17,6% in Euro) wirkten dabei dämpfend auf das Reallohnwachstum. Die Sparquote der privaten Haushalte lag im vierten Quartal saisonbereinigt bei 10,2%.

Investitionen – Atempause auf hohem Niveau, Kapazitätsengpässe spürbar

Vor dem Hintergrund des anhaltend guten wirtschaftlichen Umfeldes und der mit 87% sehr hohen Kapazitätsauslastung der deutschen Volkswirtschaft fiel der vierte Quartalsanstieg in Folge bei den Ausrüstungsinvestitionen im Schlussquartal 2017 mit 0,7% etwas enttäuschend aus. Allerdings übertrafen sie ihren Vorjahresstand um beeindruckende 6%. Im Jahresdurchschnitt stiegen die Ausrüstungsinvestitionen real um 4% gegenüber 2016 an. Dies passt in das Bild der sehr guten Einschätzungen von Lage und Geschäftserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe. So erreichte das ifo Geschäftsklima dieses Sektors im November einen Rekordwert von 117,6. Auch wenn die jüngsten PMI- und ifo-Umfrageergebnisse der Gewerblichen Wirtschaft für den Februar einen Rückgang verzeichneten, liegen sie dennoch auf hohen Niveaus. Insgesamt spricht vieles dafür, dass die Industrie vermehrt Erweiterungsinvestitionen vornehmen wird. Mit der Datenveröffentlichung des Statistischen Bundesamtes wurde auch eine Revision des dritten Quartals auf 1,3% ggü. Vq. (1,5%) und des ersten Quartals auf 2,6% ggü. Vq. (2,3%) bekannt gegeben.

Weitere Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten 19



Die Bauinvestitionen zeigten sich in Q4 mit -0,4% ggü. Vq. das zweite Mal in Folge schwächer. Im Vergleich zum Vorjahresquartal wuchsen sie lediglich um 1,3%. Auf Jahressicht stiegen die Bauinvestitionen real um 2,7% gegenüber 2016 an. Die Schwäche der Bauinvestitionen im 2. Hj. 2017 geht einher mit einem Produktionsrückgang im Baugewerbe von 1% in Q4. Insbesondere der Dezember zeigte ein schwaches Ergebnis der Bauleistung im Bauhauptgewerbe. Darin könnten sich die Auswirkungen von Kapazitäts- und Lieferengpässen im Bausektor widerspiegeln. Dies deckt sich auch mit der hohen Auslastung im Bauhauptgewerbe von 77% in Q4. Nach einer Sonderumfrage des ifo-Institutes, gaben im Oktober 74% der befragten Unternehmen des Bauhauptgewerbes an, dass bei ihnen Überstunden geleistet wurden. Diese könnten viele Arbeitnehmer zum Jahresende „abgefeiert“ haben. Der starke Auftragseingang in Q4 von 12,2% ggü. Vq. sowie die Reichweite der Auftragsbestände von durchschnittlich 3,8 Monaten lassen für das folgende Quartal eine dynamischere Entwicklung der Bauinvestitionen erwarten. Dafür spricht auch, dass nach Angaben des ifo Instituts Bauunternehmen vermehrt planen, in den kommenden drei bis vier Monaten neues Personal einzustellen. Aufgrund der bereits bestehenden regionalen Arbeitskräfteknappheit könnte sich dies allerdings als schwierig erweisen. Hinzu kommen die Tarifverhandlungen für rund 700.000 Angestellte des Bauhauptgewerbes. Um den Gewerkschaftsforderungen Nachdruck zu verleihen, könnte es zu Arbeitsniederlegungen kommen.

Investitionsentwicklung 20



Neben dem günstigen ökonomischen Investitionsklima zeigte sich auch das politische Umfeld derzeit etwas ruhiger, auch wenn hier eher von einem „Gewöhnungseffekt“ zu sprechen ist. Nach wie vor ist der Verlauf des Brexits nicht klar. Die weitere politische Entwicklung in Italien dürfte auch nach den Wahlen schwierig bleiben. Auch die langwierige Regierungsbildung in Deutschland kann noch zur Unsicherheit beitragen, sollte der Koalitionsvertrag von SPD und CDU/CSU nicht die Zustimmung der SPD-Mitglieder finden. Wir erwarten eine Annahme, wenn auch mit einer knappen Marge.



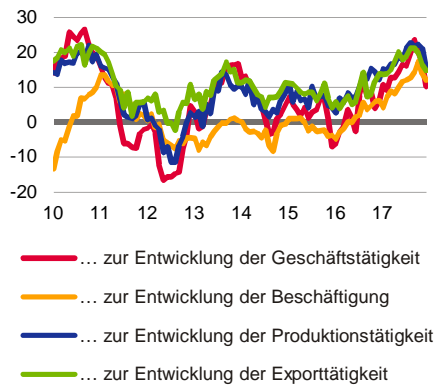
Kreditvergabe zieht weiter an, Konjunktur in Deutschland boomt in Q4 2017

Die deutsche Industrie wächst 2017 kräftig – Prognose für 2018 auf 2,5% angehoben

Positive Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe

21

Erwartungen der Unternehmen in DE, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland nahm im Jahr 2017 preisbereinigt um 3% zu und damit kräftiger als noch vor Jahresfrist erwartet. Es war der vierte Anstieg in Folge und zugleich der stärkste seit 2011. Gerade in den letzten beiden Monaten von 2017 erreichte die Industrie ein hohes Produktionsniveau. Unter den großen Industriebranchen verzeichneten die Elektrotechnik und die Pharmaindustrie mit jeweils etwa 5,5% die höchsten Produktionszuwächse. Die Metallindustrie und die Kunststoffindustrie erzielten ein Plus von etwa 4%, während die Automobilindustrie sowie der Maschinenbau ihre Fertigung um rd. 3% ausweiten konnten. Für alle genannten Branchen war dies der höchste Zuwachs seit (mindestens) 2011. Positiv ist hervorzuheben, dass das konjunkturelle Sorgenkind im deutschen Verarbeitenden Gewerbe, die Chemieindustrie, 2017 die inländische Produktion ebenfalls erhöhen konnte, und zwar um 2%. Von 2014 bis 2016 war die Chemieproduktion in Deutschland jeweils geschrumpft.

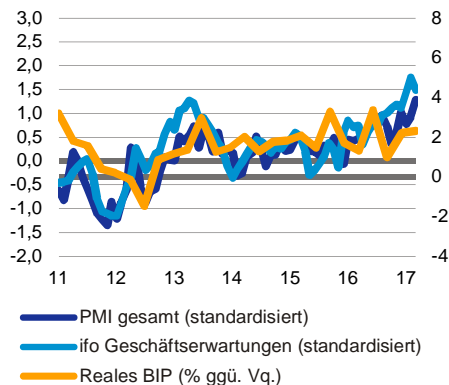
Eine Rezession in der Industrie ist derzeit nicht in Sicht, wenngleich die Volatilität und Nervosität an den Finanzmärkten angesichts der anstehenden Zinswende und höherer Inflationserwartungen zuletzt zugenommen hat. Insgesamt dürfte sich die deutsche Industrie derzeit auf dem Höhepunkt im aktuellen Konjunkturzyklus befinden. Eine weitere Euroaufwertung im Jahresverlauf würde einen mäßigen Dämpfungseffekt auf das Produktionsergebnis ausüben.

Deutsche Wirtschaft mit viel Schwung in das Jahr 2018 gestartet

Deutsches BIP Wachstum und seine Frühindikatoren

22

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



Quellen: IHS Markit, ifo, Statistisches Bundesamt

Die deutsche Volkswirtschaft hat ihre hohe konjunkturelle Dynamik über den Jahreswechsel hinaus beibehalten. Mit Blick auf das gute weltwirtschaftliche Umfeld und insbesondere auf die fortschreitende Erholung der Eurozone sehen wir für unsere Wachstumsprognose von 2,3% für das laufende Jahr eher Aufwärts- als Abwärtsrisiken, zumal die deutsche Volkswirtschaft mit einem Wachstumsüberhang von 1% in das neue Jahr gestartet ist. Die Wachstumsimpulse dafür dürften – wie bereits in 2017 – hauptsächlich vom privaten Verbrauch und den Investitionen kommen. Auch wenn die jüngsten PMI- und ifo-Sentiment-Indikatoren im Februar Rückgänge von den letzten Rekordständen auf Werte des Q3 2017 verzeichneten, sind dies immer noch Niveaus, die eine sehr gute Stimmung attestieren und immer noch eine weitere ökonomische Expansion signalisieren. Nach dem schwachen Ergebnis der Bauproduktion Ende 2017 deutet der jüngste PMI für den Bausektor auf einen sehr schwungvollen Januar. Die Umfrageteilnehmer meldeten die höchsten Auftragszuwächse in der 18-jährigen Umfragegeschichte. Zudem wurden starke Wachstumsraten im Wohnungs- und gewerblichen Bau gemeldet. Hier wirkte sich die günstige Witterungslage auch positiv aus.

Aus deutscher Sicht sind die Regierungsbildung und der Verlauf der Tarifverhandlungen im Öffentlichen Dienst und im Bauhauptgewerbe – wo der unerwartet hohe Abschluss in der Metall- und Elektroindustrie (3,9% in 2018) die Erwartungen der Beschäftigten zusätzlich angeheizt haben dürfte – die bestimmenden Themen des ersten Quartals 2018. Beide sollten sich zumindest kurzfristig nicht wachstumsdämpfend auswirken und könnten den Zyklus sogar weiter stärken. Allerdings kommt die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands in den derzeitigen Groko-Verhandlungen bestenfalls indirekt vor, beispielsweise bei den geplanten Infrastrukturinvestitionen.

Stattdessen werden die Belastungen der Unternehmen bei der Krankenversicherung oder auch durch weitere Re-Regulierung am Arbeitsmarkt erhöht, während gleichzeitig auf der anderen Seite des Atlantiks mit massiven Steuersenkungen für Unternehmen für ausländische Direktinvestitionen geworben wird.



Kreditvergabe zieht weiter an, Konjunktur in Deutschland boomt in Q4 2017

Die europäische Geldpolitik wird nach unseren Erwartungen noch lange Zeit expansiv bleiben. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die EZB ihre Anleihekäufe im Schlussquartal dieses Jahres weiter zurückfährt und Ende 2018 schließlich komplett einstellt. Bis zu einer Zinsanhebung dürfte dann noch ein halbes Jahr vergehen. In diesem Zeitraum wird die EZB die Auswirkungen ihrer reduzierten geldpolitischen Lockerung weiter beobachten. Die erste Zinsanhebung um 25 Bp. erwarten wir dann im Juni 2019, also einige Monate früher als der Markt-Konsens. Sollten die Wahlen in Italien ohne Zwischenfälle verlaufen und die Wirtschaft weiter kräftig wachsen, wäre der Weg frei für die von uns erwartete frühe Zinsanhebung, insbesondere bei einer dynamischen Entwicklung des Kreditwachstums.

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

© Copyright 2018. 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.