



Starke Kreditvergabe, jedoch BIP-Rückgang in Deutschland in Q3 2018

17. Januar 2019

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

Kreditboom setzt sich fort, Auslandsbanken und Landesbanken mit stärkstem Momentum. Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat auch im dritten Quartal kräftig expandiert. Das ausstehende Volumen legte um bereinigt EUR 15,2 Mrd. bzw. 1,2% zu, was gleichbedeutend war mit dem besten Q3-Ergebnis seit Einführung des Euro. Der Kreditbestand lag 5,4% höher als im Vorjahr. Dynamischer war das Kreditwachstum zuletzt vor fast 20 Jahren. Allerdings dürfte der Höhepunkt des Kreditzyklus nicht mehr weit oder sogar schon erreicht sein, gegeben die zunehmend spürbare konjunkturelle Abschwächung. Bisher findet der Kreditanstieg in vielen Branchen statt, wobei sich der Schwerpunkt in letzter Zeit hin zu kurz- und mittelfristigen Krediten verschoben hat. Die stärkste Beschleunigung der Kreditvergabe können Auslandsbanken und Landesbanken verbuchen, während einheimische Kreditbanken Marktanteile verlieren.

Unternehmen substituieren Anleihen durch Kredite. Angesichts der positiven Kreditentwicklung verlief das Anleihegeschäft in Q3 einmal mehr sehr schwach. Auch am Aktienmarkt gab es keine größeren Emissionen. Im Leasing hielt der moderate Aufwärtstrend dagegen an. Das Zinsniveau war insgesamt erneut leicht rückläufig, wobei negative Zinsen die Zuflüsse in Einlagen weiterhin dämpfen. Die Wettbewerbsintensität unter den Banken blieb sehr hoch, was sich in gesunkenen Margen niederschlug.

Konjunktur

Die deutsche Volkswirtschaft schrumpfte im dritten Quartal um 0,2% ggü. Vq. Der Rückgang des realen BIP-Wachstums in Q3 (Q2: 0,5%) war der erste Rückgang im Quartalsvergleich seit Q1 2015. Dies war vor allem auf die Einführung des neuen EU-weiten Abgasmessverfahrens WLTP zurückzuführen. In der Folge kam es zu Verzögerungen bei der Zertifizierung neuer Pkw-Modelle. Daraus ergaben sich negative Effekte auf die Industrieproduktion, die Ausfuhren in die EU-Länder, wie auch für den privaten Verbrauch. Zusätzlich dämpften geo- und wirtschaftspolitische Unsicherheiten die ökonomische Aktivität und vor allem die Erwartungen für die zukünftige Entwicklung.

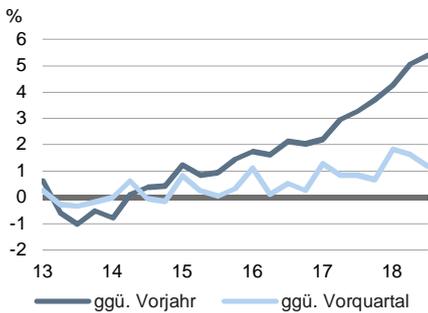
Das deutsche BIP ist im Jahr 2018 um 1,5% gewachsen. Für das Jahr 2019 haben wir unsere Prognose auf 1% (1,3%) revidiert. Zu dieser Anpassung sehen wir uns veranlasst, da dämpfende Einflüsse, die den Rückgang in Q3 verursachten, auch in Q4 noch anhielten. Das spiegelten die schwachen Stimmungskennzeichen (ifo, PMI) in H2 wider. Neben dem BIP-Wachstum in Q4 belastet die schwächer als ursprünglich erwartet ausfallende Normalisierung in der deutschen Autoindustrie den Wachstumsausblick für 2019. Im kommenden Jahr dürfte das Wachstum hauptsächlich durch die binnenwirtschaftlichen Treiber gestützt werden.



Starke Kreditvergabe, jedoch BIP-Rückgang in Deutschland in Q3 2018

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

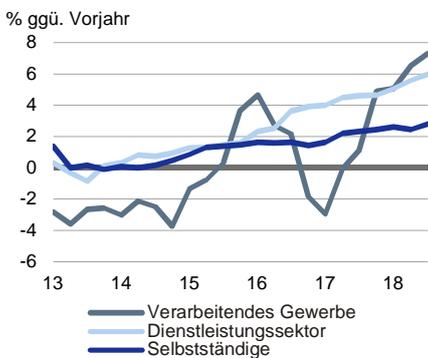
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Der Kreditboom in Deutschland hält ungebrochen an. Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige legte mit einem Plus von bereinigt EUR 15,2 Mrd. bzw. 1,2% auch im dritten Quartal 2018 kräftig zu, was den besten Q3-Wert seit Einführung des Euro bedeutet. Das ausstehende Volumen lag 5,4% höher als im Vorjahr (entspricht dem stärksten Anstieg seit dem Jahr 2000). Bemerkenswert: Damit hat sich das Kreditgeschäft weiter von der schwächer werdenden gesamtwirtschaftlichen Dynamik entkoppelt. Das dürfte jedoch nicht von Dauer sein – der Kreditzyklus hat seinen Höhepunkt vermutlich erreicht oder steht kurz davor (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2



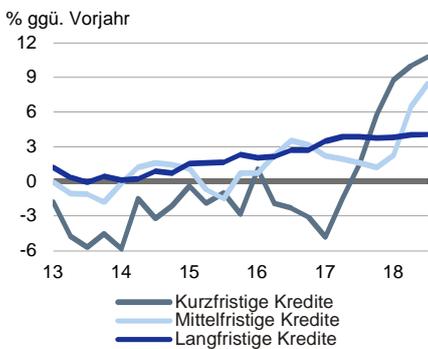
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** als Ganzes hat das Kreditgeschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen zuletzt ebenfalls deutlich angezogen, nachdem es wesentlich länger stagniert hatte als in Deutschland. So nahm das Kreditvolumen in Q3 um 0,4% zu. Das waren 2,1% mehr als 12 Monate zuvor und zugleich der beste Wert seit Sommer 2009. Damit hinkt die Kreditvergabe in Euroland der in Deutschland allerdings weiterhin hinterher; wenigstens ist der Abstand in den letzten Quartalen nicht mehr größer geworden.

Der Kreditaufschwung in Deutschland findet unverändert in vielen **Branchen** statt. So ist die Expansion im Verarbeitenden Gewerbe mit +7,3% ggü. Vj. die stärkste seit der Finanzkrise, während das Plus von 6% im (vom Volumen her deutlich gewichtigeren) Dienstleistungssektor sogar das höchste seit der New-Economy-Blase ist. Gleiches gilt bei den Selbstständigen, wo sich das Wachstum trotz einer sinkenden Zahl von Selbstständigen auf 2,8% beschleunigt hat.

... nach Fristigkeit*

3



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

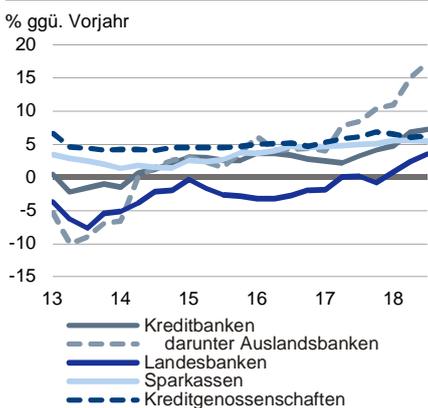
Bei den einzelnen Industriebranchen schnitten im traditionell schwachen dritten Quartal Maschinenbau/Auto (EUR +1 Mrd. ggü. Vj.) und Ernährung (EUR +0,6 Mrd.) am besten ab. Erstere verzeichneten – vermutlich auch wegen der WLTP-Probleme – den ersten Q3-Anstieg seit 2008. Gut lief es auch bei Metall (EUR +0,4 Mrd.) und Holz/Papier/Möbel (EUR +0,3 Mrd.). Die Chemie musste nach dem sehr positiven Vorquartal einen Dämpfer hinnehmen (EUR -1 Mrd.).

Unter den Dienstleistungsbranchen ragte einmal mehr der Immobiliensektor heraus: Der Kreditzuwachs bei Wohnungsunternehmen betrug EUR 3,9 Mrd., bei Gewerbeimmobilienfirmen EUR 2 Mrd. Weiter gut lief es auch bei Telekom/Beratung/Werbung, d.h. den unternehmensnahen Dienstleistungen (EUR +2,2 Mrd.). Tourismus/Gastronomie kam zwar nur auf augenscheinlich bescheidene EUR +0,3 Mrd., das war jedoch das beste Resultat in einem Q3 seit 1994.

Mit Ausnahme des Verkehrs (EUR -0,3 Mrd., bereits der 14. Quartalsrückgang in Folge) verzeichneten alle sonstigen Branchen in Q3 eine Zunahme beim Kreditbestand. Ganz vorn lag dabei der Handel (EUR +2,3 Mrd.), gefolgt vom Bau (EUR +1,1 Mrd.) und der Landwirtschaft (EUR +0,9 Mrd.).

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Nach **Fristigkeiten** bleibt das seit Anfang 2018 etablierte Bild im Wesentlichen erhalten: Die langfristigen Kredite mit einer Laufzeit von > 5 Jahren entwickeln sich stabil positiv (+4% ggü. Vj., nahezu unverändert seit Sommer 2017), aber den größeren Schwung gibt es bei kurz- und mittelfristigen Ausleihungen. Immerhin verschob sich das Wachstum im dritten Quartal von den kurzfristigen (+10,8% ggü. Vj.) mehr zu den mittelfristigen Krediten (+8,5%). Insgesamt zeigen sich die Unternehmen also trotz steigender Verschuldung weiterhin relativ vorsichtig und an einer guten Finanzierungsausstattung interessiert, was sicherlich der Vielzahl v.a. politischer Risikofaktoren wie Handelskrieg und Brexit, aber auch den Problemen der heimischen Autobranche geschuldet ist.

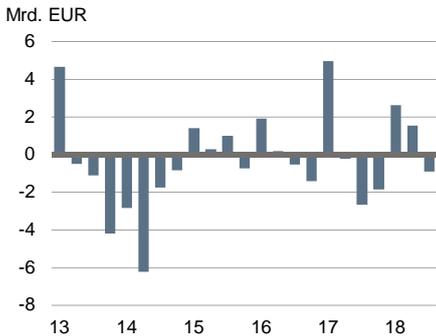
Den Wandel vom Schlusslicht zur erfolgreichsten **Bankengruppe** und damit eine beeindruckende Wende haben in den letzten Jahren die Auslandsbanken ge-



Starke Kreditvergabe, jedoch BIP-Rückgang in Deutschland in Q3 2018

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

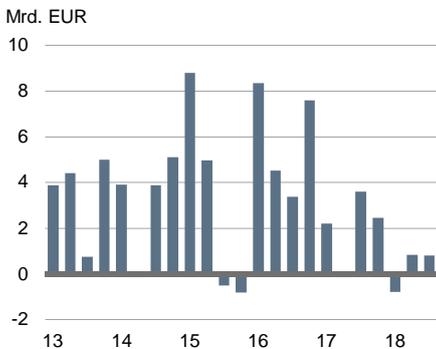
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

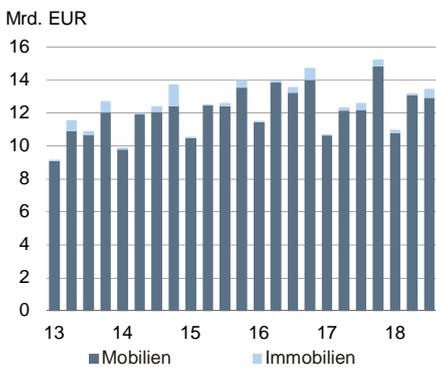
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuvolumen*

7

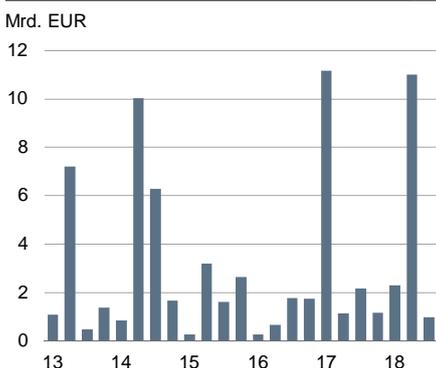


* statistische Brüche in Q1 2014 und Q1 2017

Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

schaft. Mit einer Ausweitung des Kreditbuchs im Jahresvergleich um 17,3% erreichten sie das größte Plus aller Bankengruppen seit 2005. Die Kreditgenossenschaften setzten mit +6,2% ihre jahrelange kräftige Expansion fort (allerdings ohne weiteres Momentum), gefolgt von den Sparkassen mit +5,5%. Letztere haben sich jedoch seit Ende 2014 kontinuierlich gesteigert, von damals nur +1,5%. Beeindruckend auch das Comeback der Landesbanken, deren Geschäft noch vor anderthalb Jahren deutlich schrumpfte. Mittlerweile kommen sie auf +3,5% ggü. Vj., was mit Abstand ihr bestes Ergebnis seit der Finanzkrise darstellt. Zurückgefallen sind in diesem allgemeinen Kreditaufschwung die inländischen Kreditbanken, die mit einer Steigerung von nur 2% ebenso weiter Marktanteile verlieren wie das Schlusslicht, die Förderbanken (einschließlich DZ Bank), die sich mit +0,5% aber immerhin zum ersten Mal seit 2014 in den Wachstumsbereich verbesserten.

Sehr gut lief es für die Auslandsbanken in Q3 einmal mehr im Handel, überraschenderweise dem Verkehr, und in mehreren Dienstleistungsbranchen. Die Genossenschaftsbanken waren in den sonstigen Branchen besonders erfolgreich: Versorger/Bergbau, Bau und Landwirtschaft. Die Zuwächse der Sparkassen speisten sich erneut v.a. aus den immobiliennahen Branchen sowie den Beteiligungsgesellschaften. Die Landesbanken schnitten bei Wohnungsunternehmen und im Handel am besten ab, wohingegen die inländischen Kreditbanken den Kreditbestand in dem für sie üblicherweise schwachen Quartal so gut wie überhaupt nicht ausweiteten.

Andere Finanzierungsquellen

Die Stärke des Kreditgeschäfts spiegelt sich seit einiger Zeit in einer Schwäche mancher Finanzierungsalternativen wider.

Im dritten Quartal war die Nettoemission von **Commercial Paper** durch Nichtbanken negativ (EUR -0,9 Mrd.); dank des soliden ersten Halbjahres dürfte es im Gesamtjahr dennoch für einen moderaten Anstieg des Marktvolumens gereicht haben

Nachdem H1 bereits das schwächste seit einem Jahrzehnt war, lief es für **Anleihen** nichtfinanzieller Unternehmen auch zwischen Juli und September ausgesprochen schlecht. Nach Emissionen in Höhe von netto nur EUR 0,8 Mrd. spricht viel dafür, dass 2018 insgesamt ein Jahr zum Vergessen war. Es könnte sogar die dürrigen Ergebnisse der Jahre 2010–11 noch unterboten haben. Offensichtlich präferieren deutsche Unternehmen nach einer Phase der zunehmenden Kapitalmarktorientierung in letzter Zeit wieder den Bankkredit. Außerdem könnten sich internationale Investoren angesichts ausbleibender Fortschritte bei der Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion und des unverändert bestehenden Flickenteppichs an nationalen Regelungen im Insolvenz-, Wertpapier- und Steuerrecht zurückhalten. Auch im Euroraum insgesamt ist bei der Emission von Unternehmensanleihen eine moderate Verlangsamung festzustellen. Zwar lag das Volumen in Q3 auf Vorjahresniveau (EUR 19,1 Mrd.), jedoch unterliegen diese Angaben häufig (Abwärts-)Revisionen. So wurde der Q2-Wert von ursprünglich EUR 12,6 Mrd. auf gerade einmal EUR 1,7 Mrd. nach unten korrigiert. In den ersten neun Monaten 2018 betrug das Minus ggü. Vj. damit 15%.

Im **Leasing** hielt der moderate Wachstumstrend in Deutschland auch in Q3 an. Dank einer positiven Entwicklung bei Maschinen, Bussen und Lkw verzeichnete das Mobilen-Leasing mit einem Neuvolumen von EUR 12,9 Mrd. ein Plus von 6% ggü. Vj. Leicht über dem Vergleichsniveau lag auch das Pkw-Leasing. Das Immobiliensegment kam auf gute EUR 568 Mio., das beste Resultat in einem dritten Quartal seit 2011.

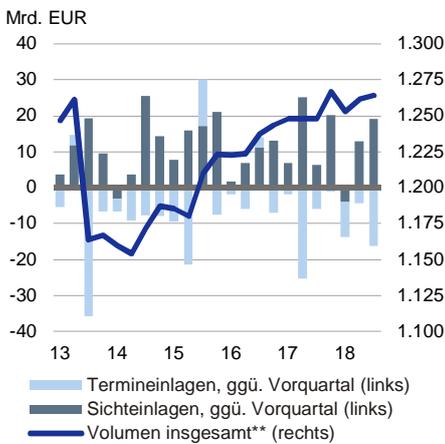
Nach einigen größeren Transaktionen im Vorquartal blieb es am Markt für **Aktienemissionen** zwischen Juli und September relativ ruhig. U.a. zwei relativ



Starke Kreditvergabe, jedoch BIP-Rückgang in Deutschland in Q3 2018

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

kleine Kapitalerhöhungen aus dem Einzelhandel und der Immobilienbranche brachten das Gesamtvolumen wenigstens noch auf mäßige EUR 1 Mrd. Angesichts der sich abkühlenden Konjunktur zeichnet sich auch für 2019 keine wirkliche Belebung der Emissionsaktivitäten ab.

Einlagenvolumen

Das Einlagengeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen verläuft weiter schleppend. Im dritten Quartal erhöhte sich das Volumen um bescheidene EUR 2,6 Mrd. (+1,3% ggü. Vj.), wobei sich der Rückgang der Termineinlagen um EUR 16,4 Mrd. und der Anstieg der Sichteinlagen um EUR 19 Mrd. quasi die Waage hielten. Die geringe Dynamik ist nicht zuletzt auf die deutlich negativen Zinsen zurückzuführen, die Bankeinlagen zurzeit sehr unattraktiv machen. Wohin fließen jedoch die zunehmenden Mittel, die Unternehmen bei Banken abrufen, wenn sie kaum in neue Anlagen investiert oder als kurzfristig verfügbare Liquidität wieder bei den Banken geparkt werden? Entsprechende Daten aus der Finanzierungsrechnung liegen zwar noch nicht vor, aber denkbare Optionen sind etwa Anlagen am Kapitalmarkt in Aktien oder Schuldverschreibungen oder eine steigende (Netto-)Verschuldung aufgrund von sinkender Profitabilität.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmen blieben auch in Q3 einmal mehr de facto konstant. Mit Blick auf die konkreten Bedingungen für tatsächlich vergebene Kredite gingen zumindest die Margen für durchschnittliche Kredite erneut zurück (berichtet von 16% der Banken), ausschließlich aufgrund eines schärferen Wettbewerbs. In allen Fällen gab es keine nennenswerten Unterschiede zwischen kleineren/mittleren und größeren Unternehmen. Im Eurogebiet als Ganzes sah es nicht wesentlich anders aus.

Gleichzeitig entwickelte sich die **Nachfrage nach Krediten** in Deutschland erneut moderat positiv – 10% der Banken meldeten eine Erhöhung im Vergleich zum Vorquartal. Im Gegensatz zu den tatsächlichen Volumina berichteten allerdings 6% der Banken über eine *nachlassende* Nachfrage bei kurzfristigen Krediten, und 16% über einen Anstieg bei langfristigen Ausleihungen. Wichtigste Treiber waren der Investitionsbedarf und das Zinsniveau, dagegen bremsen v.a. die gute Ertragslage der Unternehmen und Kredite von anderen Banken die Nachfrage. Im Euroraum legte die Kreditnachfrage über alle Segmente hinweg relativ gleichmäßig zu (insgesamt verzeichneten 12% der Banken eine Zunahme).

Für das **vierte Quartal** erwarteten die deutschen Banken eine gewisse Lockerung der Kreditstandards, insbesondere für Großunternehmen (berichtet von netto 10% der Institute), sowie eine moderat höhere Nachfrage nach Krediten (13%). In der EWU im Aggregat sah das Bild nicht grundlegend anders aus. Hier wäre es nachfrageseitig sogar der 20. Quartalsanstieg nacheinander.

Zinssätze

Die Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** waren im dritten Quartal in den meisten Bereichen leicht rückläufig. Das stärkste Minus (-16 Bp. auf ein neues Rekordtief von 2,1%) gab es bei kleinen Krediten an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.). Der Zinssatz für größere Kredite fiel zwischenzeitlich erneut unter die Marke von 1%. Einzig Kredite mit einer Zinsbindung von 1–5 Jahren verzeichneten einen Zinsanstieg (+13 Bp. auf 2%). Mit der mittlerweile erst für nächstes Jahr erwarteten ersten vorsichtigen Zinsanhebung der EZB und deutlich moderateren Erwartungen bzgl. der Fed dürfte sich das Zinsniveau 2019 insgesamt eher seitwärts bewegen und somit weiter nahe historischer Tiefstände verharren.

Die **Einlagenzinsen** blieben in Q3 praktisch stabil, bei -2 Bp. bzw. -8 Bp. für Sicht- und Termingelder. Eine Konsequenz der Strafzinsen ist die erhebliche strukturelle Verlangsamung des Einlagenwachstums.

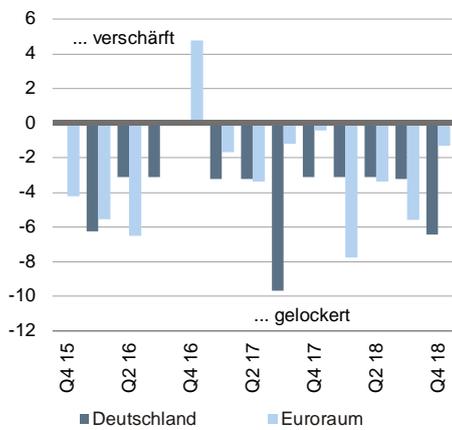
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Starke Kreditvergabe, jedoch BIP-Rückgang in Deutschland in Q3 2018

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

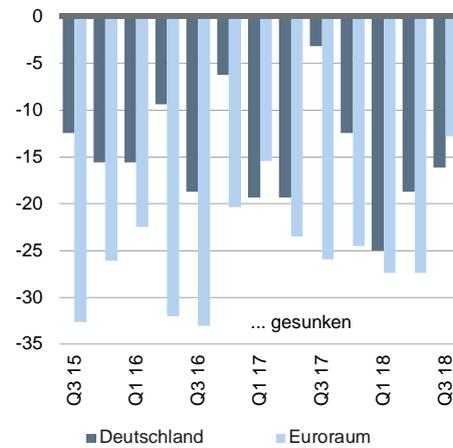


* Q4 18 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

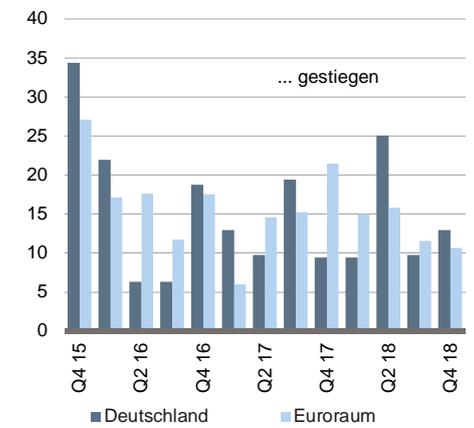
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

12

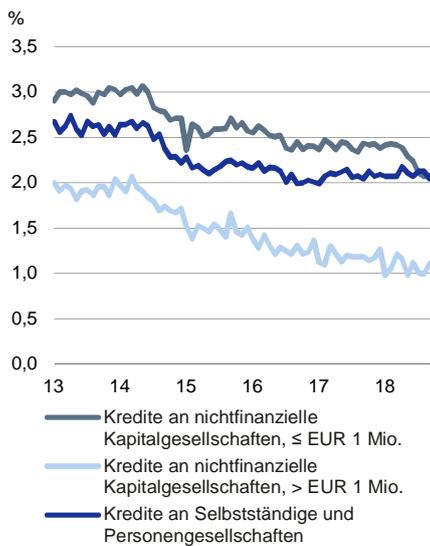


* Q4 18 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

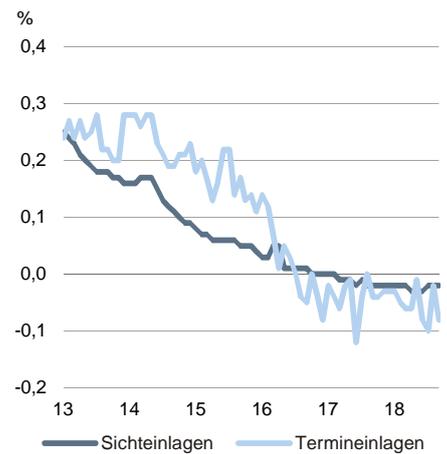
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB



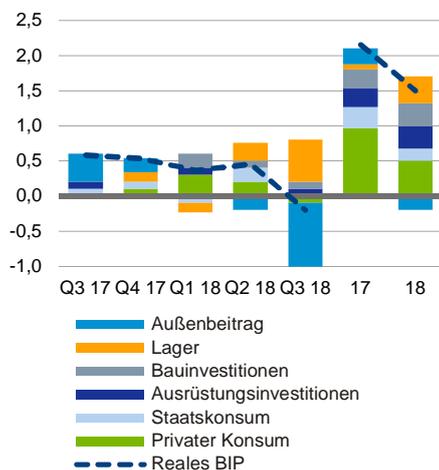
Rückgang des BIP in Q3 – schrumpfender privater Konsum und negativer Außenbeitrag kosteten Wachstum

- Die deutsche Volkswirtschaft ist in Q3 2018 um 0,2% ggü. Vq. geschrumpft. Im Gegensatz zu Q2 konnte der negative Wachstumsbeitrag der Nettoexporte nicht wieder durch das Binnenwachstum kompensiert werden. Zur Schwäche der inländischen Verwendung trugen insbesondere die rückläufigen Konsumausgaben der privaten Haushalte bei.
- In der Automobilbranche kam es in Q3 aufgrund der Probleme mit dem neuen Emissionsmessverfahren WLTP zu verschiedenen Produktionsausfällen. Dieser temporäre Sondereffekt ließ die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt schrumpfen. Die Exporte von Kfz- und Kfz-Teilen gingen in der Folge zurück. Bei hoher Kapazitätsauslastung dämpften auch die außenwirtschaftlichen Unsicherheiten nach wie vor die Industriekonjunktur und belasteten das Investitionsklima.
- Das deutsche BIP ist im Jahr 2018 um 1,5% gewachsen. Unter Annahme der bisherigen Quartalsergebnisse impliziert dies ein nur schwaches Wachstum in Q4. Dies und die auch in Q1 wohl schleppende Normalisierung in der deutschen Autoindustrie haben uns dazu veranlasst, die Wachstumsprognose für das Jahr 2019 auf 1% (1,3%) anzupassen.

BIP-Wachstum in Q3: -0,2% – Automobilbranche auf der Bremse

Q3 2018: Schrumpfende private Konsumausgaben und negativer Außenbeitrag 16

Wachstumsbeiträge zum realen BIP-Wachstum, ggü. Vq., ggü. Vj., %-Punkte, sb.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Im Q3 2018 ist die deutsche Volkswirtschaft um 0,2% ggü. Vq. geschrumpft, im Quartalsvergleich das erste Mal seit dem Q1 2015. Diese Entwicklung war vor allem auf den starken temporären Sondereffekt in Verbindung mit dem neuen EU-weiten Abgasmessverfahren WLTP (Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure) zurückzuführen. Die Verzögerung der Zertifizierung vieler neuer Fahrzeugmodelle führte zu umfangreichen Produktionsausfällen in der Automobilbranche und damit zu einem Wertschöpfungsverlust im Verarbeitenden Gewerbe. Daraus ergab sich auch ein belastender Effekt für die deutschen Exporte in das EU-Ausland, da nichtzertifizierte Fahrzeuge auch dort nicht verkauft werden durften. Insgesamt machen Kfz und Kfz-Teile auf Jahressicht fast 20% der weltweiten deutschen Ausfuhren aus.

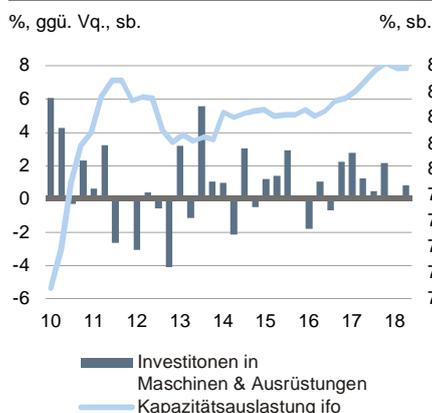
Die konjunkturelle Abschwächung während der Sommermonate spiegelte sich auch auf der Nachfrageseite der deutschen Volkswirtschaft wider. Das eingetrübte außenwirtschaftliche Umfeld und der zuvor beschriebene Sondereffekt führten zu einer gedämpften Entwicklung der deutschen Ausfuhren (-0,9% ggü. Vq.). Aufgrund der robusten ökonomischen Grundtendenz wuchsen die Importe um 1,3% ggü. Vq. und führten damit zu einem negativen Wachstumsbeitrag der Nettoexporte (-1%-Punkte). Im Gegensatz zum Vorquartal konnte dies nicht wieder von den positiven Impulsen der inländischen Verwendung kompensiert werden. Das war insbesondere auf den negativen Beitrag der privaten Konsumausgaben (-0,1%-Punkte) zurückzuführen, die damit als wichtiger Wachstumsmotor ausfielen. Mit 0,7%-Punkten leistete der Lageraufbau den größten positiven Beitrag – auch hier dürfte der WLTP-Effekt eine Rolle gespielt haben, da zunächst noch produzierte Fahrzeuge bis zur Modellzertifizierung zwischengelagert werden mussten. Die ifo-Konjunkturumfrage zu den Fertigwarenlagern stützte diese Annahme. Sowohl die Ausweitung der Ausrüstungs- als auch der Bauinvestitionen trugen jeweils 0,1%-Punkte bei. Der staatliche Konsum lieferte keinen Beitrag zum Quartalswachstum.



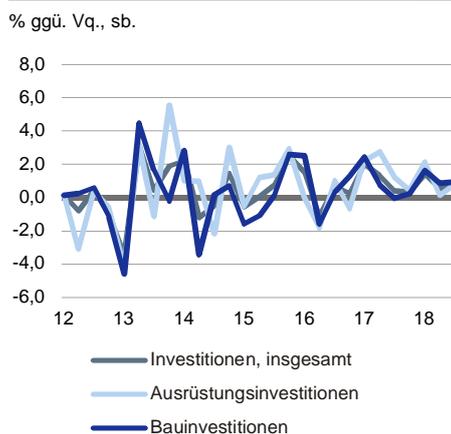
Starke Kreditvergabe, jedoch BIP-Rückgang in Deutschland in Q3 2018

Investitionen in Q3 mit zaghafter Beschleunigung

Kapazitätsauslastung und Investitionen 17



Verhaltensbelegung der Investitionen in Q3 2018 18



Ungeachtet der Eintrübung des wirtschaftlichen Umfeldes gewannen die Bruttoanlageinvestitionen in Q3 wieder etwas an Schwung und legten um 0,8% ggü. Vq. (Q2: 0,5%) zu. Eine Kapazitätsauslastung von rund 88% und die hohen Auftragsbestände der Unternehmen führten trotz schwächelnder Ausfuhren zu einer Ausweitung der Ausrüstungsinvestitionen um 0,8% ggü. Vq., nachdem sie in Q2 (rev. 0,1%) nahezu stagnierten. Im Schlussquartal dürften sie sich weiter verhalten entwickelt haben. Darauf deuten sowohl die nominalen Umsätze der Investitionsgüterhersteller im Inland, wie auch die bis jetzt verfügbaren Daten zu den Kapitalgüterimporten hin.

Laut der ifo Investitionsumfrage zum Leasingsektor wuchs das Neugeschäft im Jahresdurchschnitt um 3,6% auf EUR 60,6 Mrd (bisher höchster Wert). Aufgrund der Probleme in der Fahrzeugbranche entwickelte sich das Neugeschäft in diesem Bereich mit 3,1% jedoch schwächer. Für den Immobilienbereich ist hingegen mit einem Zuwachs von 30% zu rechnen.

Die Bauinvestitionen stiegen in Q3 wieder mit 0,9% ggü. Vq. (rev. Q2 2018: 0,9%) an. Dabei belebten sich vor allem die privaten Bauinvestitionen um 1,1% ggü. Vq. (Q2: rev. 0,5%) und hier insbesondere die Investitionen in Wohnbauten (1,6% ggü. Vq.). Dagegen stagnierten die staatlichen Bauinvestitionen in Q3, während das Vorquartalswachstum deutlich von 2,6% ggü. Vq. auf 3,3% aufwärtsrevidiert wurde.

Folglich war die Stimmung im Bauhauptgewerbe in H2 weiterhin bestens. Dazu trugen auch die anhaltend hohe Kapazitätsauslastung von 79% und ein durchschnittliches Auftragspolster von 4 Monaten bei. Daher verwundert es nicht, dass die entsprechende Komponente des ifo-Geschäftsklimas einen Rekordwert markierte. Im Quartalsdurchschnitt erreichte der Index zum Jahreschluss mit 116,9 Punkten (Q3: 116,6) einen neuen Höchststand. Allerdings fielen die Geschäftserwartungen für die kommenden Monate zum Jahresende auf 7,4 Saldenpunkte und damit knapp unter das Jahresmittel von 7,7. Dennoch rechnen viele Bauunternehmen damit, die Preise für ihre Leistungen in den kommenden Monaten anheben zu können. Auch dieser ifo-Umfragewert erreichte zum Jahresende ein Allzeithoch. Der Arbeitskräftemangel ist im gesamten Baugewerbe nach wie vor ein großes Hemmnis für die Fertigstellung von Bauprojekten.

Das deutsche Investitionsklima bleibt, wie schon im bisherigen Jahresverlauf, weiterhin von verschiedenen Sondereffekten belastet. Die anhaltenden Unsicherheiten im internationalen Handelsumfeld, der sich abzeichnende harte Brexit sowie die nur sehr langsam abklingenden negativen Effekte im Zusammenhang mit der WLTP-Umsetzung in der Fahrzeugbranche wiegen gegenwärtig am schwersten. Stützend wirken die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen.

Aufgrund der hoch ausgelasteten volkswirtschaftlichen Kapazitäten investieren die Unternehmen nicht nur in Anlagegüter, sondern auch erheblich in die Gewinnung zusätzlicher Arbeitskräfte und vor allem in die Qualifizierung ihrer Beschäftigten. Diese Ausgaben tauchen jedoch nicht als Investitionen in der Statistik der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung auf.

Private Konsumausgaben ausgebremst

Nicht zuletzt durch die Zurückhaltung beim Kauf von Pkw – laut ifo-Institut sanken private Neuzulassungen in Q3 um -8,5% ggü. Vq. – schrumpften die realen Konsumausgaben der privaten Haushalte in Q3 um 0,3% ggü. Vq. Zusätzlich

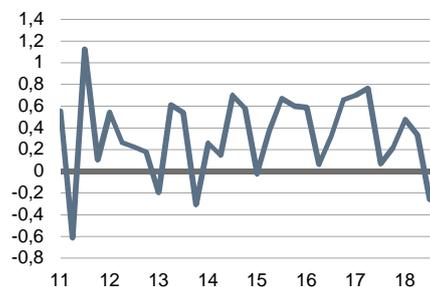


Starke Kreditvergabe, jedoch BIP-Rückgang in Deutschland in Q3 2018

Schrumpfende reale private Konsumausgaben in Q3 2018

19

%, ggü. Vq., sb.

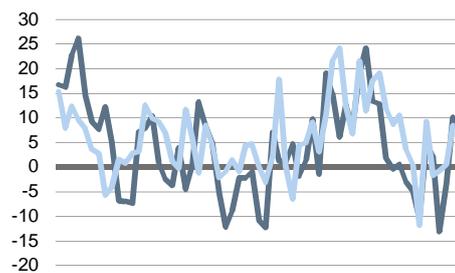


Quelle: Statistisches Bundesamt

Erste Anzeichen einer Erholung in der Autoindustrie

20

Erwartungen in der dt. Automobilindustrie..., Saldo aus pos. u. neg. Firmenmeldungen, sb.



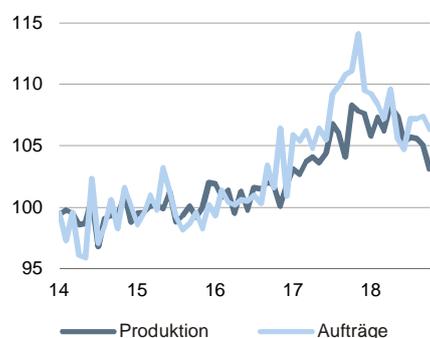
— ... zur Entwicklung der Geschäftstätigkeit
— ... zur Entwicklung der Exporttätigkeit

Quelle: ifo Institut

Konjunkturrückgang überschritten

21

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100, sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

zum verringerten Fahrzeugangebot, dämpften wahrscheinlich auch die Diskussionen um Fahrverbote von Fahrzeugen mit hohem Schadstoffausstoß die Kauflaune. Ein weiterer Sonderfaktor dürfte das lang anhaltende heiße Sommerwetter gewesen sein, welches in den Herbstmonaten zu einem geringeren Absatz von saisonüblichen Bekleidungsartikeln führte.

Bemerkenswerterweise standen die Konsumausgaben der privaten Haushalte im Gegensatz zu deren guter Einkommensentwicklung. Die Lohneinkommen wuchsen um kräftige 4,8% ggü. Vj. (Q2: rev. 4,6%). Das gesamte Volkseinkommen wuchs im dritten Quartal mit 2,4% ggü. Vj. (Q2: rev. 4,2%) allerdings weniger dynamisch. Das war auf den Rückgang (Q3: -2,1% ggü. Vj.) der Unternehmens- und Vermögenseinkommen zurückzuführen. Da diese Größe der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung als Residual ermittelt wird, spiegelt sich an dieser Stelle der produktionsbedingte Rückgang der Bruttowertschöpfung direkt wider. Als Ergebnis der Kaufzurückhaltung stieg die Sparquote der privaten Haushalte in Q3 auf 10,7% (Q2: 10,2%). Mit einer Normalisierung der zuletzt bremsenden Sondereffekte sollte sich der private Konsum im letzten Quartal des Jahres wieder beleben. Die Daten zu den Einzelhandelsumsätzen der Monate Oktober (0,1% ggü. Vq.) und November (1,4% ggü. Vq.) deuten dies an. Ein weiterer stützender Faktor dürfte die günstige Arbeitsmarktentwicklung sein. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg in Q3 um 1,3% ggü. Vj., ein Plus von 556.000 Personen. Die Arbeitslosenquote sank in Q3 auf 5,1% ggü. Vq. und in Q4 zuletzt sogar auf 5%. Die Neuabschlüsse aus den Tarifverhandlungen des Jahres 2018 führten mit einem Plus von durchschnittlich 3,5% zu deutlich höheren Steigerungen als von den meisten erwartet. Insgesamt war 2018 ein Tariflohnwachstum von durchschnittlich rund 3% zu verzeichnen.

Trotz der bis zum Dezember auf 14,1 Punkte gesunkenen GfK-Konjunkturerwartungen (H2: 19,3 Punkte), zeigt sich das GfK-Konsumklima mit 10,4 Punkten (H2: 10,6 Punkte) zum Jahreswechsel robust. Auch dieser Indikator deutet darauf hin, dass die privaten Konsumausgaben zum Ende des Jahres 2018 wieder eine Stütze der Konjunktur waren.

Die deutsche Industrie mit anhaltender Schwächephase

Die deutsche Industriekonjunktur hat in Q3 weiter an Schwung verloren. Die Hauptursache waren die schon beschriebenen Probleme bei der WLTP-Zertifizierung neuer Fahrzeugmodelle, die zu zahlreichen Produktionsausfällen in Kfz-Industrie führten. Auch der Start in das Schlussquartal fiel schwach aus. Im Vergleich der ersten beiden Monate von Q4 und dem August/September schrumpfte die Industrieproduktion um 1,5%. Besonders auffällig waren in diesem Kontext die negativen Ergebnisse der Konsumgüterproduktion (-5,4%) und der Energieerzeugung (-6,2%). Die Entwicklung der Auftragseingänge in diesem Zeitraum sah auch nicht rosig aus. So schrumpften die Auftragseingänge (inkl. Großauftr.) im beschriebenen Zeitraum um 0,3%. Vor allem die Vorleistung (-2,5%) und Konsumgüteraufträge (-3%) trugen zu der schlechten Entwicklung bei. Einen Lichtblick markierten die Investitionsgüterbestellungen (+1,4%) und insbesondere die Aufträge für die Kfz-Industrie. Diese nahmen im Zweimonatsvergleich um 4,9% zu, wobei die Aufträge aus dem Ausland außerhalb der Eurozone um kräftige 10,5% wuchsen. Damit verstärken sich die Erwartungen einer weiteren Belebung in diesem wichtigen Industriezweig. Die gute Auftragsentwicklung, wie auch die jüngsten Inlandsumsätze der Investitionsgüterproduzenten (Okt/Nov vs. Aug/Sep: +3,1%) dürften die deutschen Ausrüstungsinvestitionen auch weiter stützen.

Gegenwärtig sieht sich die exportorientierte und stark in internationale Wertschöpfungsketten integrierte deutsche Industrie mit einem schwierigen geo- und wirtschaftspolitischen Umfeld konfrontiert. Der schwelende Handelskonflikt zwischen China und den USA, drohende Zölle auf europäische Autoexporte in die



Starke Kreditvergabe, jedoch BIP-Rückgang in Deutschland in Q3 2018

USA sowie ein ungeordneter Brexit sind Risiken, die sich auch im Jahr 2019 nicht schnell auflösen werden.

Trotz der jüngsten Signale der ifo-Erwartungen, die auf eine weitere Abkühlung der Industriekonjunktur hindeuten, halten wir eine Rezession aus gegenwärtiger Sicht für wenig wahrscheinlich. Dies gilt auch für die Industrieproduktion, die im Jahr 2019 von einem globalen Wachstum von 3,5% gestützt werden sollte. Nach 1,5% im Jahr 2018, rechnen für das Jahr 2019 mit einem geringeren Produktionsplus im deutschen Verarbeitenden Gewerbe in Höhe von 0,5%.

Neben dem eingetrübten wirtschaftlichen Umfeld und den schon genannten Sondereffekten behindert der Mangel an geeigneten Fachkräften das Produktionswachstum angebotsseitig. Angesichts des engen deutschen Arbeitsmarktes wird dieses Problem auch im Jahr 2019 weiter bestehen.

1,5% BIP-Wachstum in 2018 – Prognose für 2019 auf 1% (1,3%) angepasst

Auch wenn der BIP-Rückgang um 0,2% ggü. Vq. in Q3 vor allem auf den WLTP-Effekt zurückzuführen war, hat sich das zugrunde liegende Wachstum im Jahr 2018 ganz klar verlangsamt. Nach ersten Berechnungen des Stabu ist das BIP im Gesamtjahr 2018 lediglich um 1,5% gewachsen. Nimmt man an, dass die Vorquartale nicht revidiert werden, impliziert dies ein schwaches Wachstum in Q4. Die Schnellschätzung der Q4-Wachstumsrate wird am 14. Februar veröffentlicht. Die schwachen Q4-Daten insbesondere aus der Autoindustrie deuten auch für Q1 ein schwächer als bislang erwartetes Wachstum an. Deshalb prognostizieren wir nun für 2019 ein BIP-Wachstum von 1% (1,3%). Für 2020 ist trotz eines spürbaren, positiven Arbeitstageffekts nur mit einer geringfügigen Beschleunigung zu rechnen, da die Abschwächung des weltweiten Wachstums und eine Aufwertung des Euro für kräftigen externen Gegenwind sorgen dürften.

EZB – Bestätigung des Ausstiegs aus den Nettoanleihekäufen

Die EZB hat im Verlauf des dritten Quartals immer wieder auf das bevorstehende Auslaufen ihrer Nettoanleihekäufe hingewiesen. Erwartungsgemäß wurden sie zum Jahresende eingestellt. Die notwendigen weiteren geldpolitischen Impulse – so das Argument der EZB – werden im weiteren Verlauf über den beträchtlichen Stand an erworbenen Vermögenswerten erfolgen. Danach werden die Zinsen so lange wie notwendig auf dem aktuellen Niveau bleiben und Tilgungen aus fällig werdenden Anleihen vollständig reinvestiert. Die konjunkturelle Verlangsamung in der EWU macht der EZB die Normalisierung ihrer Geldpolitik nicht einfacher. Aktuell sprechen aber die Niveaus und die Erwartung einer Normalisierung der Inflation weiterhin für einen graduellen Ausstieg. Den Aussagen der jüngsten Pressekonferenz und den entsprechenden Sitzungsprotokollen folgend, wird die EZB bei ihrem derzeitigen geldpolitischen Kurs die aktuell bestehenden Abwärtsrisiken im Blick behalten. Zu diesem Zweck legte sie sich vorab darauf fest, ihr Reinvestitionsprogramm für längere Zeit nach Ende des Nettoerwerbs von Vermögenswerten weiterzuführen sowie die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie notwendig auf ihrem aktuellen Niveau zu halten. Zudem betonte sie ihre Bereitschaft, sofern erforderlich „alle Instrumente“ (einschließlich der Nettokäufe) zu nutzen. Sollten diese nicht eintreten, dürfte die nächste Phase des Ausstiegs – die erste Leitzinserhöhung – vor Jahresende 2019 anstehen.

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



Starke Kreditvergabe, jedoch BIP-Rückgang in Deutschland in Q3 2018

© Copyright 2019. 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.