



Kreditgeschäft wächst gedämpft, deutsche Wirtschaft stagniert in Q4 2018

15. März 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

Kreditvergabe 2018 so dynamisch wie seit der Euroeinführung nicht mehr, auf breiter Branchenbasis. Das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland erhöhte sich im vergangenen Jahr um EUR 65 Mrd. bzw. 5,2%. Im vierten Quartal gab es jedoch einen Dämpfer und nur noch ein geringes Plus von EUR 6,4 Mrd. ggü. Vorquartal (+0,5%, nicht saisonal bereinigt). Sowohl die Industrie als auch der Dienstleistungssektor steigerten ihren Kreditbestand 2018 kräftig. Die Expansion wurde v.a. von kurz- und mittelfristigen Krediten getragen. Auslandsbanken und Landesbanken verzeichneten das größte Momentum und auch die Verbünde legten weiter deutlich zu. In diesem Jahr ist angesichts der wesentlich schwächeren Konjunkturentwicklung von einer Verlangsamung der Kreditvergabe auszugehen, die angesichts weiterhin sehr niedriger Zinsen jedoch robust bleiben dürfte.

Flaute bei Anleiheemissionen, schleppendes Einlagengeschäft. Unter der starken Kreditfinanzierung litt 2018 insbesondere die Ausgabe von Unternehmensanleihen, die auf den niedrigsten Wert seit der Finanzkrise einbrach (netto nur EUR 2,3 Mrd.). Dafür dürfte nicht zuletzt die Einstellung des Kaufprogramms der EZB verantwortlich sein. Leasing und Commercial Paper verbuchten moderate Zuwächse; das Aktienemissionsgeschäft kam dank einer großen Transaktion in der Chemiebranche auf ein gutes Ergebnis. Eine Belastung für das Einlagenwachstum (lediglich 1,6% ggü. Vorjahr) waren die unverändert negativen Zinsen.

Konjunktur

Das reale Wachstum der deutschen Volkswirtschaft stagnierte in Q4 2018. Positive Wachstumsimpulse kamen nur von der Binnenwirtschaft. Nach dem Rückgang in Q3 belebten sich die privaten Konsumausgaben in Q4 wieder leicht. Der Staatskonsum nahm vor allem aufgrund gestiegener Kollektivausgaben stark zu. Die Ausrüstungsinvestitionen expandierten nach vorheriger Stagnation wieder solide, während die Bauinvestitionen im Quartalsvergleich kräftiger zulegten. Der Abbau der Lagerbestände schlug mit einem negativen Wachstumsbeitrag zu Buche. Die Nettoexporte waren in Q4 2018 wachstumsneutral.

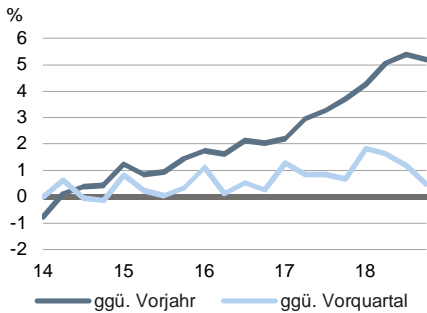
Das deutsche BIP ist im Jahr 2018 um 1,4% gewachsen. Für das Jahr 2019 haben wir unsere Prognose auf 0,5% (1%) revidiert. Mit dem stagnierenden Quartalswachstum in Q4 wurde eine technische Rezession zum Jahresende knapp vermieden. Aufgrund der anhaltenden außenwirtschaftlichen Gegenwinde und der damit verbundenen Rezession in der deutschen Industrie haben wir unsere Wachstumsprognose für das Jahr 2019 auf 0,5% (1%) angepasst. Gegenwärtig sind erhöhte Kontraktionsrisiken nicht von der Hand zu weisen, sodass die konjunkturelle Abkühlung auch in eine Rezession führen könnte. Vor allem die Binnennachfrage dürfte im Jahr 2019 aber für Wachstumsimpulse sorgen.



Kreditgeschäft wächst gedämpft, deutsche Wirtschaft stagniert in Q4 2018

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

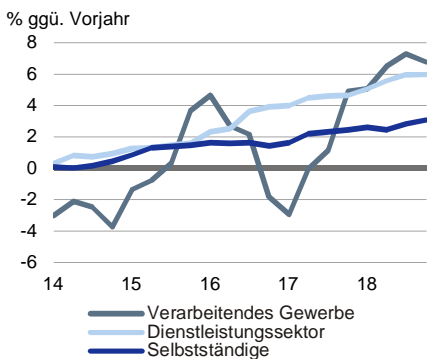
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland hat 2018 stark expandiert. Das Kreditvolumen erhöhte sich um EUR 65 Mrd. bzw. 5,2%. Das war der beste Wert seit der Einführung des Euro. Gleichzeitig dürfte der Höhepunkt des Kreditbooms überschritten sein: Im vierten Quartal verringerte sich das Wachstumstempo etwas (ausstehende Kredite EUR +6,4 Mrd.; +0,5% ggü. Vorquartal) und angesichts der deutlich schwächeren Entwicklung der Gesamtwirtschaft ist für dieses Jahr auch von einem niedrigeren – aber dennoch robusten – Kreditwachstum auszugehen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2



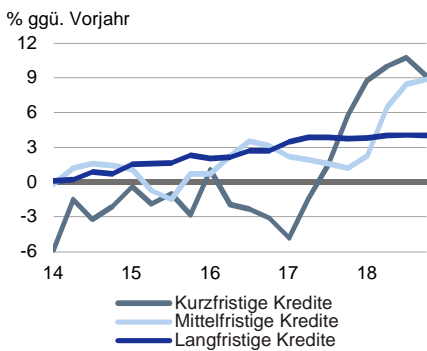
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** insgesamt verlief das Kreditgeschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen in Q4 etwas gedämpfter als in den Vorquartalen. Das Kreditvolumen nahm nur noch um 0,3% zu und der Vergleich mit Dezember 2017 ging leicht auf 1,9% zurück. Trotzdem war es das beste Gesamtjahr seit der Finanzkrise. Der Anstieg in Deutschland (ebenso wie in Frankreich) entsprach dabei mehr als 60% des Anstiegs im Eurogebiet als Ganzes, während das ausstehende Kreditvolumen in Italien und Spanien unter dem Strich weiterhin stark rückläufig war – auch aufgrund von Portfolioverkäufen notleidender Kredite.

Der Kreditaufschwung in Deutschland fand 2018 auf einer breiten **Branchenbasis** statt. So legte das Kreditgeschäft mit dem Verarbeitenden Gewerbe um 6,8% zu, mit dem Dienstleistungssektor um 6% und mit Selbstständigen (bei teilweiser Überschneidung) um 3,1%, jeweils bereinigt um statistische Brüche. Für die beiden Letztgenannten war es das beste Ergebnis seit 1999.

... nach Fristigkeit*

3



* ohne sonstige Finanzinstitute

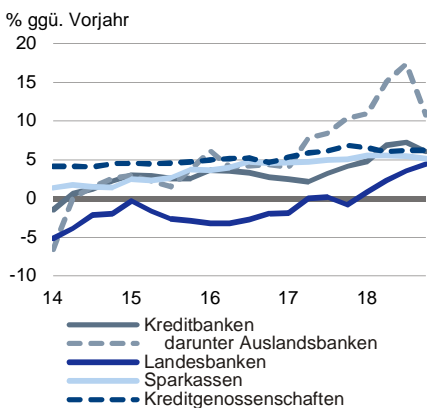
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich einzelner Industriebranchen ragte die Chemie mit einem Plus von 21% ggü. Vorjahr heraus, was auf die Finanzierung einer größeren Übernahme zurückzuführen war. Auch bei Gummi/Kunststoffen (+11%) und Elektrotechnik (+7%) lief es ausgesprochen gut. Maschinenbau/Auto, die Kernbranche der deutschen Volkswirtschaft, lag mit +5 ½% im Mittelfeld, genauso wie die Metallindustrie, die ihr höchstes Kreditwachstum seit der Finanzkrise verzeichnete. Ein minimales Minus verbuchten lediglich Holz/Papier/Möbel.

Innerhalb des Dienstleistungsgewerbes schnitten Beteiligungsgesellschaften (+12%), Wohnungsunternehmen (+8%) und Telekom/Beratung/Werbung (+7%), d.h. die unternehmensnahen Dienstleistungen, besonders stark ab. Dabei war 2018 für Wohnungsunternehmen und Gewerbeimmobilienfirmen (+5%), die beiden Schwergewichte innerhalb des Dienstleistungssektors (sie kommen zusammen auf weit mehr als die Hälfte des Kreditvolumens), das beste Jahr seit 1998 bzw. 2002.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Mit Blick auf die sonstigen Branchen expandierte 2018 der Kreditbestand gegenüber dem Bau am meisten (+7%), wohingegen Versorger/Bergbau mit nur +2% leicht enttäuschten. Verkehr (-2%) war neben Holz/Papier/Möbel der einzige Wirtschaftszweig mit einem schrumpfenden Kreditvolumen, wobei sich der Rückgang immerhin auf den geringsten Wert seit 2011 verlangsamte.

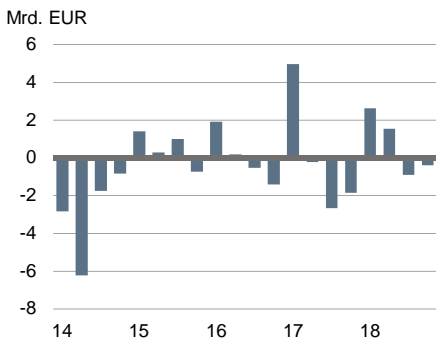
Hinsichtlich der verschiedenen **Fristigkeiten** verharrte das Wachstumstempo bei den langfristigen Krediten – der mit Abstand größten Komponente – im Jahresverlauf 2018 im Großen und Ganzen bei 4%. Einen eindrucksvollen Aufschwung erlebten dagegen die kurz- und mittelfristigen Kredite, die am Jahresende jeweils 9% im Plus lagen, verglichen mit dem Stand 12 Monate zuvor. Das dürfte zum einen an verstärkter Liquiditätshaltung mancher Unternehmen liegen, die sich vorsorglich für ein raueres Umfeld in Zeiten schwächerer Konjunktur, Brexit-Sorgen und Handelsstreitigkeiten wappnen wollten. Zum anderen könnte es bereits auf eine abnehmende Profitabilität und einen nachlassenden Cashflow mancher Firmen hindeuten, worauf diese mit einer erhöhten Kreditaufnahme reagierten.



Kreditgeschäft wächst gedämpft, deutsche Wirtschaft stagniert in Q4 2018

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

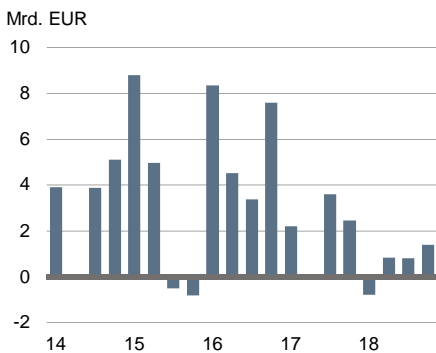
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

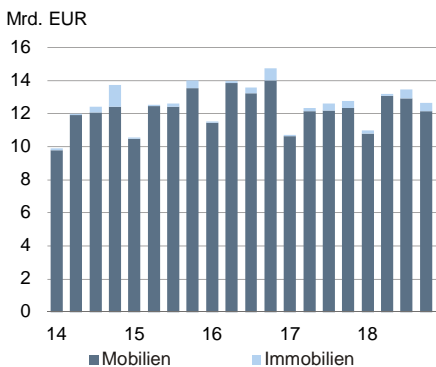
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuavolumen*

7

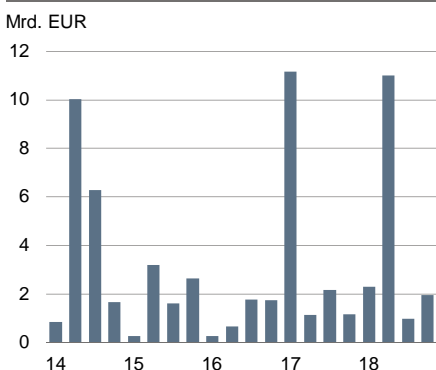


* statistischer Bruch in Q1 2017

Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Das kräftigste Kreditplus unter den einzelnen **Bankengruppen** verzeichneten letztes Jahr die Auslandsbanken (+11% ggü. Vj.). Allerdings waren gewisse Überhitzungstendenzen kaum zu übersehen – nach sehr hohen Zuwächsen in den Vorquartalen ging das Kreditvolumen in Q4 zurück. Damit drängen sich Parallelen zur Situation 2007/08 auf: Auch damals konzentrierte sich die Expansion der Auslandsbanken auf die späte Phase des Kreditzyklus, und als dieser mit der Finanzkrise zu Ende ging, traten sie bei der Kreditvergabe umso schärfer auf die Bremse. Gleiches gilt für die Landesbanken. Diese steigerten sich 2018 stark auf (allerdings immer noch unterdurchschnittliche) +4 ½% ggü. Vj. und fuhren damit ihr bestes Ergebnis seit der Krise ein (Vorjahr: -1%). Weniger volatil entwickelt sich dagegen weiterhin das Geschäft der Kreditgenossenschaften (+6%) und der Sparkassen (+5%). Die inländischen Kreditbanken (+3 ½%) sowie die Förderbanken (einschl. DZ Bank) (+2%) verloren trotz höherer Wachstumsraten als im Vorjahr unverändert Marktanteile. Nebenbei: 2018 war das erste Jahr seit einem Jahrzehnt, in dem sämtliche großen Bankengruppen ihr Kreditbuch ausweiten konnten.

Die Auslandsbanken profitierten 2018 zum einen vom gestiegenen Finanzierungsbedarf in der Chemiebranche, zum anderen vom starken Anstieg ihrer Ausleihungen an den Handel, die Beteiligungsgesellschaften und unternehmensnahen Dienstleistungen. Die Genossenschaftsbanken schnitten besonders gut ab bei Wohnungsunternehmen, dem Bau und ebenfalls den unternehmensnahen Dienstleistungen. Die Sparkassen legten v.a. bei den immobiliennahen Dienstleistern (Wohnungsunternehmen und Gewerbeimmobilienfirmen) sowie den Beteiligungsgesellschaften zu. Für die Landesbanken lief es sowohl bei den immobilien- als auch bei den unternehmensnahen Dienstleistungen relativ rund.

Andere Finanzierungsquellen

Commercial Paper von Nichtbanken beendeten 2018 mit einem leichten Minus (EUR -0,4 Mrd. an Nettoemissionen in Q4). Im Gesamtjahr stand jedoch ein solider Anstieg um EUR 2,8 Mrd. zu Buche – das beste Ergebnis seit 2011.

Für **Anleihen** nichtfinanzieller Unternehmen war 2018 mit Blick auf neue Emissionen ein desaströses Jahr. Das vierte Quartal war da mit einem Nettovolumen von EUR 1,4 Mrd. keine Ausnahme, sondern bestätigte den Trend. Insgesamt fielen die Emissionen von einem Rekordwert von EUR 23,8 Mrd. 2016 auf jetzt gerade einmal noch EUR 2,3 Mrd. (-72% ggü. Vj.), das schlechteste Resultat seit einem Jahrzehnt. Offenbar hat die Reduzierung und schließlich Einstellung des Kaufprogramms durch die EZB dem Markt zumindest vorübergehend jegliches Momentum entzogen. Hinzu kommt die Resubstitution von Anleihen durch Kredite, die in den letzten beiden Jahren zu beobachten war. Auch in Euroland als Ganzes verlor das Anleihegeschäft v.a. in H2 2018 an Schwung, blieb mit einem Volumen von netto EUR 42,7 Mrd. (-31%) aber noch im seit der Finanzkrise üblichen Rahmen.

Der **Leasingmarkt** in Deutschland schwächelte zum Jahresende hin ebenfalls. Im vierten Quartal lagen die Neuabschlüsse bei Mobilität geringfügig unter dem Niveau des Vorjahres, für 2018 insgesamt ergab sich jedoch noch ein moderates Plus von 3 ½% auf EUR 48,8 Mrd. Dafür war insbesondere das Geschäft mit Maschinen und Büroelektronik verantwortlich, aber auch Pkw, Lkw und Busse verzeichneten einen Zuwachs wie der Durchschnitt des Gesamtmarkts. Das Immobilienleasing schnitt nicht nur von Oktober bis Dezember robust ab (+11% ggü. Vj.), sondern machte auch auf 12-Monats-Sicht das Minus aus dem Vorjahr wieder wett (+20% auf EUR 1,3 Mrd.).

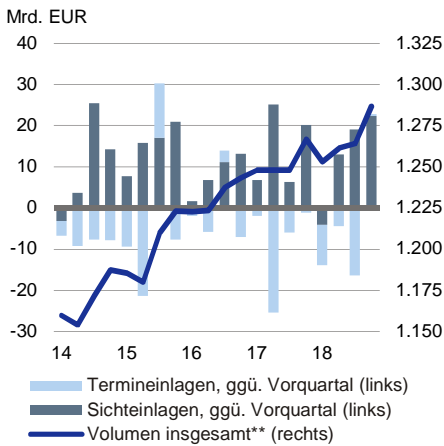
Mehrere mittelgroße Kapitalerhöhungs-Transaktionen aus verschiedenen Branchen führten in Q4 bei der **Ausgabe neuer Aktien** zu einem ordentlichen Abschluss des Jahres (EUR 1,9 Mrd.). Auch insgesamt lief es 2018 mit einem Volumen von EUR 16,2 Mrd. relativ rund – einer großen Übernahme in der Chemiebranche sei Dank.



Kreditgeschäft wächst gedämpft, deutsche Wirtschaft stagniert in Q4 2018

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
** Enthält Anstieg um EUR 9,4 Mrd. in Q4 14 aufgrund statistischer Umklassifizierungen.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Einlagenvolumen

Unternehmen und Selbstständige legten im Herbstquartal, saisonal nicht untypisch, zusätzliche Liquidität in beträchtlicher Höhe bei den Banken an (EUR +22,7 Mrd.). Wieder einmal entfiel der Anstieg fast ausschließlich auf Sichteinlagen. Termingelder stagnierten de facto, was nach acht Quartalen mit schrumpfenden Beträgen immerhin eine Verbesserung darstellte. Im Gesamtjahr stand unter dem Strich ein recht bescheidenes Plus von 1,6% bzw. EUR 20 Mrd., wobei es sich angesichts des hohen Einlagenbestands und weiter negativer Zinsen eher um eine gesunde Normalisierung handelt. Der im Prinzip schon seit der Finanzkrise etablierte, ausgeprägte Substitutionseffekt zwischen Sicht- und Termineinlagen hielt an – Erstere wuchsen um EUR 50 Mrd., Letztere sanken um EUR 30 Mrd. Obwohl die Zuflüsse im Jahresverlauf insgesamt etwas zunahmen, war der Abstand zwischen dem dynamischen Kreditwachstum und dem schleppenden Einlagengeschäft so groß wie schon lange nicht mehr.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

An den allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmen änderte sich in Q4 wieder einmal fast nichts, von einer leichten Lockerung für große Unternehmen abgesehen (berichtet von netto 7% der befragten Banken). Auch bei den konkreten Konditionen für tatsächlich ausgereichte Kredite trat eine gewisse Beruhigung ein und insbesondere der Margendruck ließ nach. Zwar wirkte sich der intensive Wettbewerb weiter negativ auf die Margen aus, den gegenteiligen Effekt hatte allerdings die geringere Risikotoleranz der Banken. Im Euroraum insgesamt sah das Bild im Großen und Ganzen gleich aus.

Die **Kreditnachfrage** belebte sich in Q4 – 22% der deutschen Banken meldeten eine Zunahme ggü. dem Vorquartal. Bemerkenswert dabei der weiterhin bestehende Unterschied zwischen der eher mäßigen Entwicklung bei kurzfristigen Krediten (6%) und dem „Boom“ bei langfristigen Krediten (34%), auch wenn sich das im ausgereichten Volumen so nicht widerspiegelte. Nachfragetreiber Nr. 1 blieb die Finanzierung von Investitionen (22%). Im Eurogebiet als Ganzes erhöhte sich die Nachfrage zwar ebenfalls erneut, allerdings verspürten dies nur noch 9% der Banken und damit so wenige wie seit Q1 2017 nicht mehr.

Für das **laufende Quartal** prognostizieren die deutschen Banken keine nennenswerte Änderung der Kreditstandards und ein moderates Nachfrageplus (9%). Bei den EWU-Banken ist die Nachfrage-Erwartung (2%) dagegen so pessimistisch wie seit der Euro-Staatsschuldenkrise nicht mehr. Nach der zähen Steigerung des Kreditwachstums mit Unternehmen in den letzten Jahren scheinen also zumindest die Banken nicht mehr von einer substanziellen weiteren Verbesserung auszugehen.

Zinssätze

Die **Kreditzinsen** im Neugeschäft blieben zum Jahresende hin unverändert unter Druck, insbesondere für längere Zinsbindungsfristen und für Kredite an Selbstständige und Personengesellschaften. Letztere kosteten im Durchschnitt erstmals weniger als 2% p.a. 2018 insgesamt ging das Zinsniveau ebenfalls leicht zurück, aber am stärksten bei kleineren Krediten (< EUR 1 Mio.) an Kapitalgesellschaften, um 0,3 %-Punkte auf 2,1% sowie bei variabel verzinsten Krediten (-0,2 %-Punkte auf 1,2%). Dank der attraktiven Konditionen sollte es auch 2019 ein zwar schwächeres, aber immer noch robustes Kreditwachstum geben.

Die **Einlagenzinsen** waren das ganze vergangene Jahr über negativ (zuletzt -3 Bp. für Sicht- und -2 Bp. für Termineinlagen), was zweifelsohne zu dem mageren Volumenanstieg beigetragen hat – woran sich so schnell auch nichts ändern dürfte.

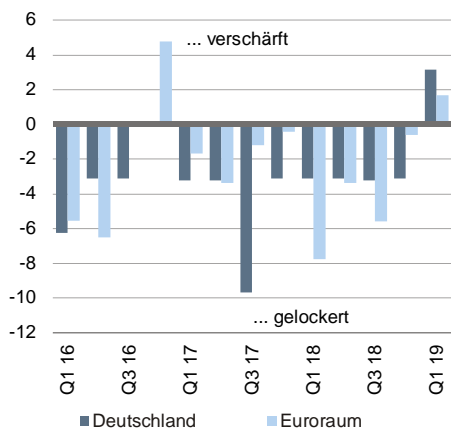
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Kreditgeschäft wächst gedämpft, deutsche Wirtschaft stagniert in Q4 2018

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

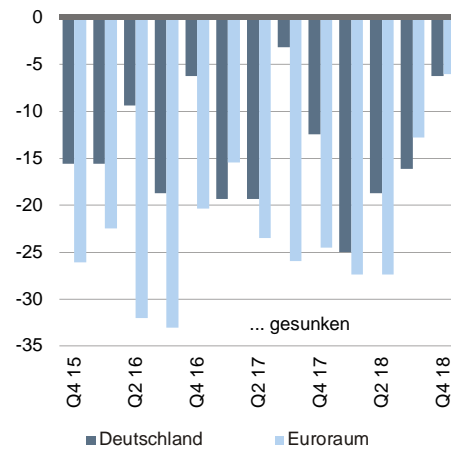


* Q1 19 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

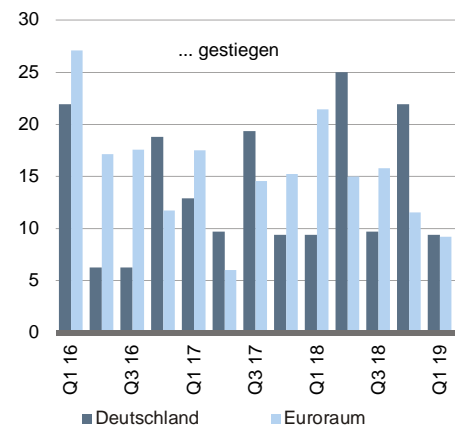
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

12

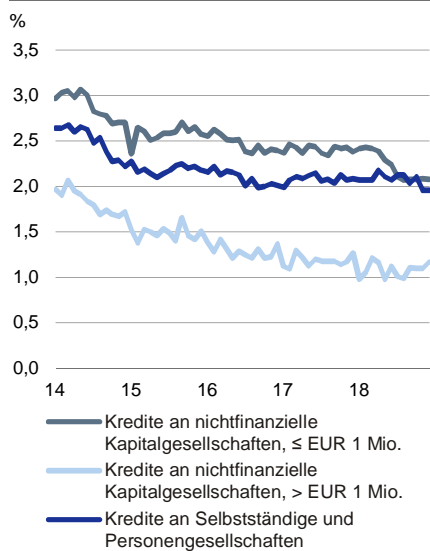


* Q1 19 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

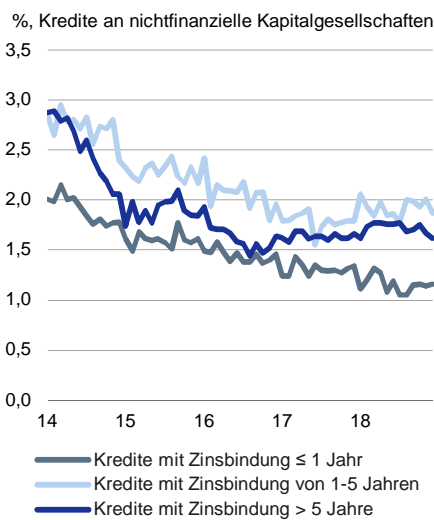
13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

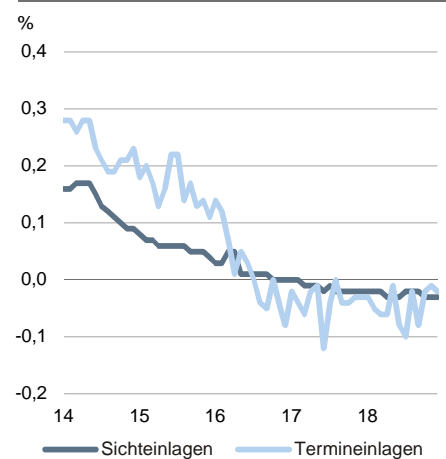
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB



Stagnierendes BIP-Wachstum in Q4, Prognose für das Jahr 2019 auf 0,5% gesenkt

Deutschland: Konjunkturprognose 16

% gg. Vj.	2018	2019P	2020P
Reales BIP	1.4	0.5	1.4
Privater Konsum	1.0	0.8	1.3
Staatsausgaben	1.0	2.0	1.4
Anlageinvestitionen	2.6	2.5	2.8
Ausrüstungen	4.2	2.1	2.4
Bau	2.4	3.5	3.8
Lager, %-Punkte	0.5	-0.2	-0.1
Exporte	2.0	1.6	3.2
Importe	3.3	3.5	3.9
Nettoexport, %-Punkte	-0.4	-0.8	-0.1
HVPI	1.9	1.7	1.6
Staatsverschuldung, % BIP	60.1	57.7	55.1
Arbeitslosenquote, %	5.2	4.9	4.8
Budgetsaldo, % BIP	1.7	0.8	0.8
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7.4	6.5	6.1

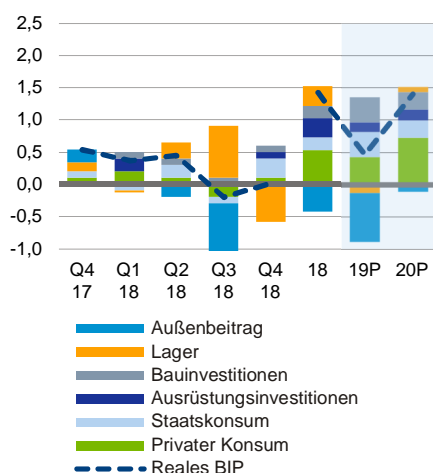
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Positive Wachstumsimpulse kamen in Q4 2018 nur von der Binnenwirtschaft. Nach dem Rückgang in Q3 belebten sich die privaten Konsumausgaben wieder leicht. Der Staatskonsum nahm vor allem aufgrund gesteigerter Kollektivausgaben stark zu. Die Ausrüstungsinvestitionen expandierten nach vorheriger Stagnation wieder solide, während die Bauinvestitionen im Quartalsvergleich kräftiger zulegten. Der Abbau der Lagerbestände schlug allerdings mit einem negativen Wachstumsbeitrag zu Buche. Die Nettoexporte waren in Q4 2018 wachstumsneutral.
- Das deutsche BIP ist im Jahr 2018 um 1,4% gewachsen. Mit dem stagnierenden Quartalswachstum in Q4 wurde eine technische Rezession zum Jahresende knapp vermieden. Aufgrund der anhaltenden außenwirtschaftlichen Gegenwinde und der damit verbundenen Rezession in der deutschen Industrie haben wir unsere Wachstumsprognose für das Jahr 2019 auf 0,5% (1%) angepasst. Das Quartalwachstum zu Beginn des Jahres dürfte wieder leicht negativ ausfallen.
- Gegenwärtig sind erhöhte Kontraktionsrisiken nicht von der Hand zu weisen, sodass die konjunkturelle Abkühlung auch in eine Rezession führen könnte. Der robuste Arbeitsmarkt, die soliden Lohnzuwächse und der strukturelle Nachfrageüberhang am Immobilienmarkt, verbunden mit weiterhin extrem niedrigen Zinsen, sprechen aber dafür, dass die deutsche Binnenkonjunktur im Jahr 2019 weiter auf Wachstumskurs bleibt.

BIP in Q4 2018 – Stagnation, technische Rezession vermieden

Binnenwirtschaft Hauptwachstumstreiber 17

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



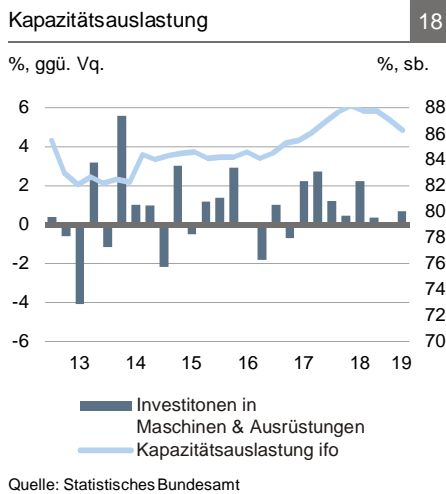
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Im vierten Quartal 2018 verharrte das reale deutsche BIP auf dem Niveau des Vorquartals. Damit kühlte sich die Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte deutlich ab. Nach dem Rückgang in Q3 war keine spürbare Belebung zu verzeichnen, da es zu einem relativ starken Abbau der Lagerbestände kam. Die stockende Entwicklung zum Jahresende war zudem auf eine weiterhin schwache Industrieproduktion sowie außenwirtschaftliche Gegenwinde zurückzuführen. Nach den umfangreichen Produktionsausfällen im Automobilsektor, die sich durch die Probleme bei der Einführung des neuen EU-weiten Abgasmessverfahrens WLTP (Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure) ergeben hatten, kam es zu keiner starken Aufholbewegung. Aber auch in anderen Industriebranchen wurde ein Gang zurückgeschaltet. Infolge der starken Exportausrichtung der deutschen Industrieunternehmen dürfte sich hier die verlangsamte Weltkonjunktur und der gedämpfte Handel bremsend ausgewirkt haben. Das spiegeln auch die globalen Stimmungsindikatoren wider. Der globale PMI für die Industrie ging in Q4 abermals zurück, auf nun 51,8 Punkte (Q3: 52,4). Auch der ifo Index zum Weltwirtschaftsklima zeigte ein ähnliches Bild. Mit -13,1 Saldenpunkten für Q1 2019 (Q4 2018: -2,2) deuten die aktuellen Daten auf eine weiter anhaltende Schwächephase hin. Damit sehen wir unsere Sichtweise bestätigt, dass es sich bei der gegenwärtigen Abkühlung der deutschen Konjunktur nicht nur um eine Aneinanderreihung spezifisch deutscher Effekte (lange Grippewelle, Streiks, Niedrigwasser, WLTP etc.) handelt, sondern dass wir es mit den Auswirkungen der weltwirtschaftlichen Verlangsamung zu tun haben. Gleichwohl blieb die Binnennachfrage in Q4 der Impulsgeber der deutschen Volkswirtschaft.

Im Gegensatz zum Vorquartal belebten sich die gesamtwirtschaftlichen Konsumausgaben zum Jahresende. Der private Verbrauch legte um 0,2% ggü. Vq. zu und leistete mit 0,1 %-Punkten nun wieder einen positiven Wachstumsbeitrag (Q3: -0,2 %-Punkte). Die Konsumausgaben des Staates (Q4: + 1,6% ggü. Vq.)



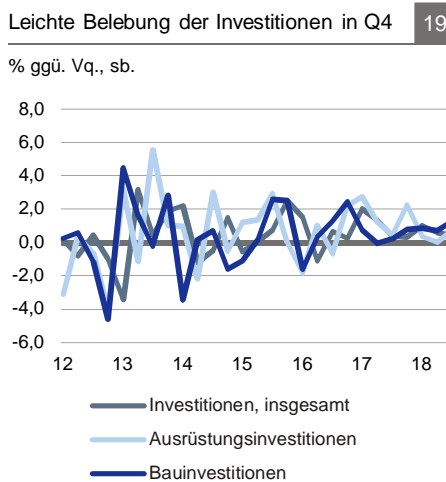
Kreditgeschäft wächst gedämpft, deutsche Wirtschaft stagniert in Q4 2018



trugen mit 0,3 %-Punkten verhältnismäßig stark zum Wachstum bei. Ursächlich dafür war insbesondere der Ausgabenanstieg für den Kollektivkonsum des Staates (Sicherheit und Verteidigung, Infrastruktur etc.) um 3,2% ggü. Vq. (Individualkonsum: 0,8% ggü. Vq.). Bei den Investitionen bremste der Abbau der Lagerbestände das Quartalswachstum des BIP in Q4 um 0,6 %-Prozentpunkte, während die Ausrüstungs- und die Bauinvestitionen jeweils einen positiven Beitrag von 0,1 %-Punkten leisteten. Die Entwicklung der Vorratsinvestitionen ist im Kontext des starken Lageraufbaus im Vorquartal (Q3: 0,8 %-Punkte) zu sehen, der insbesondere durch fertig produzierte, aber bis dahin noch nicht WLTP-zertifizierte Neuwagen getrieben wurde. Von den Nettoexporten ging in Q4 (Q3: -0,9 %-Punkte) kein Wachstumsbeitrag aus. Exporte und Importe nahmen jeweils um 0,7% ggü. Vq. zu.

Anlageinvestitionen in Q4 dynamischer, Lagerabbau bremst BIP

Die Bruttoanlageinvestitionen beschleunigten sich im Schlussquartal 2018 und legten um 0,9% ggü. Vq. zu. Damit zeigten sie eine gewisse Widerstandsfähigkeit in einem ansonsten eingetrübten Umfeld, das vor allem von anhaltenden außenwirtschaftlichen Unsicherheitsfaktoren belastet ist. Trotz sich abschwächender Kapazitätsauslastung expandierten die Ausrüstungsinvestitionen um 0,7% ggü. Vq., nachdem sie im Vorquartal nur stagnierten (Q3 von 0,8% auf 0% ggü. Vq. revidiert). Die Abkühlung der Industriekonjunktur und die eingetrübten Aussichten wirkten dämpfend. Im Gesamtjahr 2018 expandierten die Ausrüstungsinvestitionen um 4,2% ggü. Vj.



Die Bauinvestitionen nahmen in Q4 um 1,3% ggü. Vq. (rev. Q3: 0,7%) zu. Dabei wuchs insbesondere der private Anteil um 1,7% ggü. Vq., während die staatlichen Ausgaben in diesem Bereich um 1,4% ggü. Vq. schrumpften. Im Gesamtjahr 2018 expandierten die Bauinvestitionen um 2,4% ggü. Vj. Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und der Nachfrageüberhang, gerade in den Ballungszentren, befeuerten diese Entwicklung. Somit verwundert es nicht, dass die Stimmung auch in Q4 bestens war. Das ifo-Geschäftsklima im Bauhauptgewerbe erreichte einen neuen Höchststand von 116,8 Punkten (Q3: 116,6). Allerdings geht die Stimmungseintrübung in der deutschen Volkswirtschaft auch an dieser Boombranche nicht spurlos vorbei. So fiel dieser ifo-Stimmungsindikator im Mittel der ersten beiden Monate des Jahres 2019 auf 111,1 Punkte und damit unter den Durchschnitt der letzten zwei Jahre (111,3). Maßgeblich dafür waren sowohl eine Eintrübung der Geschäftserwartungen wie auch die ungünstigere Beurteilung der Geschäftslage. Trotzdem ist der Bausektor nach wie vor in einer sehr guten Verfassung, wie der durchschnittliche Auftragsbestand von gut 4 Monaten und die komfortablen Preiserwartungen attestieren. Der Arbeitskräftemangel ist im gesamten Baugewerbe ein großes Hemmnis für die Fertigstellung von Bauprojekten.

Das deutsche Investitionsklima war im Verlauf des Jahres 2018 von verschiedenen Sondereffekten belastet, die teilweise immer noch nicht abgeklungen sind. Wie wir aber schon in der Februar- und der März-Ausgabe unserer Publikation „Ausblick Deutschland“ erörtert haben, sind die Verlangsamung der Weltkonjunktur und vor allem der rückläufige Handel eine Ursache der konjunkturellen Abkühlung. Hinzu kommen die anhaltenden (handels-) politischen Unwägbarkeiten, die wie Nackenschläge für das deutsche Investitionsklima wirken.

Private Konsumausgaben in Q4 mit nur leichter Belebung

Nach ihrem Rückgang im Vorquartal (-0,3% ggü. Vq.) erholten sich die realen Konsumausgaben der privaten Haushalte in Q4 und expandierten um 0,2% ggü. Vq. Angesichts der guten Einkommensentwicklung fiel dieser Anstieg aber vergleichsweise verhalten aus. Die Lohneinkommen stiegen um 4,3% ggü. Vj. (Q3:

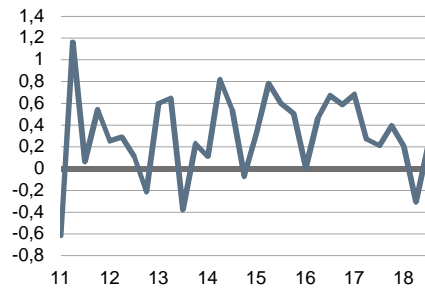


Kreditgeschäft wächst gedämpft, deutsche Wirtschaft stagniert in Q4 2018

Verhaltene Belegung der realen privaten Konsumausgaben in Q4 2018

20

%, ggü. Vq., sb.

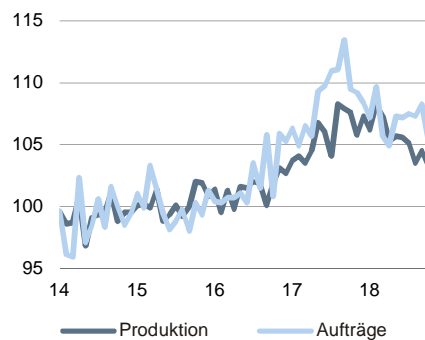


Quelle: Statistisches Bundesamt

Industrieproduktion: Signale stehen auf Kontraktion

21

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

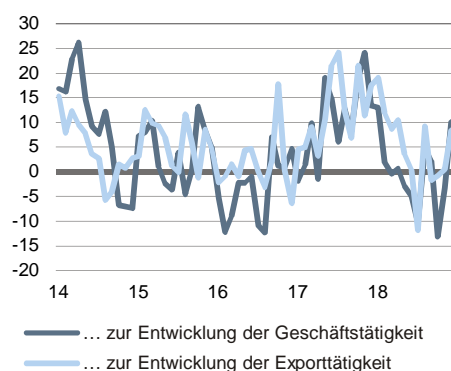


Quelle: Statistisches Bundesamt

Leichte Anzeichen einer Erholung in der Autoindustrie

22

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



Quelle: ifo Institut

rev. 5,1%). Das gesamte Volkseinkommen wuchs in Q4 mit 2,5% ggü. Vj. ähnlich dynamisch wie im Vorquartal (Q3: rev. 2,6%). Allerdings gingen die Unternehmens- und Vermögenseinkommen das zweite Mal in Folge um 2,2% ggü. Vj. zurück, was auf die schwache Entwicklung der Bruttowertschöpfung zurückzuführen ist. Als Folge zurückhaltender Konsumausgaben stieg die Sparquote der privaten Haushalte zum Jahresende 2018 auf 10,9% (Q3: 10,6%). Im Gesamtjahr 2018 nahmen die Konsumausgaben der privaten Haushalte um 1% ggü. Vj. zu.

Die anhaltend günstige Arbeitsmarktentwicklung dürfte den privaten Konsum weiter stützen. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg in Q4 um 1,1% ggü. Vj. bzw. um 507.000 Personen. Die Arbeitslosenquote sank auf 5%. Zu den Neuabschlüssen aus den Tarifverhandlungen des Jahres 2018 in Höhe von 3,5%, dürften auch in 2019 Ergebnisse von durchschnittlich knapp 3% hinzukommen. Das spiegelt auch die Komponente der Einkommenserwartungen der GfK-Umfragen wider. Nach einer leichten Schwächephase in Q4 2018 (52,8) stieg sie seit Jahresbeginn auf knapp 58 Punkte an. Insgesamt zeigt sich das Konsumklima in Q1 2019 mit 10,7 Punkten robust auf der Höhe des Jahresdurchschnitts von 2018.

Die GfK-Verbraucherumfrage zeigt aber auch, dass die Konsumenten ihre Augen nicht vor den konjunkturellen Risiken verschließen. So legte die Komponente der Konjunkturerwartungen in den letzten fünf Monaten eine regelrechte Talfahrt hin und sank im Februar 2019 auf 4,2 Punkte – dem niedrigsten Wert seit März 2016.

Die deutsche Industrie im außenwirtschaftlichen Gegenwind

Auslöser der spürbaren Konjunkturverlangsamung in Deutschland ist das Verarbeitende Gewerbe. Nach einer Stagnation im ersten Halbjahr 2018 mit durchschnittlichen Quartalsraten von -0,1% brach die Industrieproduktion in der zweiten Jahreshälfte massiv ein. Im dritten Quartal schrumpfte sie um 0,9% ggü. Vq., im vierten Quartal dann nochmals um 1%. Die Frage, ob die Rezession im Verarbeitenden Gewerbe vor allem das Ergebnis von Sondereffekten ist (WLTP, Niedrigwasser des Rheins und die stark schwankende Fertigung im Pharmasektor), wird zwar nach wie vor kontrovers diskutiert. Aus unserer Sicht spricht jedoch der weitere Rückgang von ifo und Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe (PMI) – insbesondere bei den vorausschauenderen Komponenten – dafür, dass diese Sondereffekte wohl in begrenzterem Umfang als angenommen für den Abschwung verantwortlich sind. Obwohl die Auftragseingänge für den Dezember aufwärts revidiert wurden und sich somit in Q4 eine Zunahme von 1,2% ggü. Vq. ergab, spiegeln die Daten am aktuellen Rand die konjunkturelle Abkühlung wider. Im 2-Monatsvergleich zwischen Dezember und Januar bzw. November und Oktober schrumpften die Auftragseingänge aus dem gesamten Ausland um 1,6%. Insbesondere die Aufträge aus dem Eurowährungsraum gingen um 2,7% zurück.

Aufgrund der zuvor schon erläuterten Risiken haben wir unsere Prognose für die deutsche Industrieproduktion angepasst. Nach 1,5% im Jahr 2018 rechnen wir für das Jahr 2019 nur mit einer Stagnation und dann mit einem Anstieg der Produktion von 1% in 2020. Der Mangel an geeigneten Fachkräften dürfte das Produktionswachstum zusätzlich angebotsseitig hemmen. Angesichts des engen deutschen Arbeitsmarktes wird dieses Problem auch im Jahr 2019 weiter bestehen.



Kreditgeschäft wächst gedämpft, deutsche Wirtschaft stagniert in Q4 2018

1,4% BIP-Wachstum in 2018 – Prognose für 2019 auf 0,5% (1%) gesenkt

Mit der Meldung der BIP-Details für Q4 revidierte das Statistische Bundesamt die Jahreswachstumsrate für 2018 auf 1,4% (vorl. 1,5%). Mit dem stagnierenden BIP-Wachstum im Schlussquartal ist die deutsche Volkswirtschaft nur knapp einer technischen Rezession entgangen. Aufgrund des anhaltend kräftigen außenwirtschaftlichen Gegenwindes befindet sie sich aber nach wie vor in schwierigem Fahrwasser. Dies ist unter anderem dem Brexit, den globalen Handelsspannungen und der Abkühlung der chinesischen Wirtschaft geschuldet. Eine weitere Belastung ist die weltweit geringere Fahrzeugnachfrage, die Deutschland besonders hart trifft, da diese Warengruppe einen Großteil der deutschen Exporte ausmacht. Unter Berücksichtigung all dieser externen Faktoren, wie auch des Fehlens eines Wachstumsüberhangs aus 2018 sowie der zu Jahresbeginn noch weiter gesunkenen Stimmungsindikatoren, haben wir unsere Wachstumsprognose für das Gesamtjahr 2019 auf 0,5% ggü. Vj. (1%) gesenkt. Wir gehen davon aus, dass das Quartalswachstum zu Beginn des Jahres 2019 wieder leicht negativ ausfallen wird (Q1: -0,1% ggü. Vq.). Nach dem langandauernden Aufschwung war eine Verlangsamung der volkswirtschaftlichen Dynamik zu erwarten. Gegenwärtig sind aber die erhöhten Risiken nicht von der Hand zu weisen, dass die konjunkturelle Abkühlung in eine Rezession führen könnte. Der robuste Arbeitsmarkt, die soliden Lohnzuwächse und der strukturelle Nachfrageüberhang am Immobilienmarkt, verbunden mit weiterhin extrem niedrigen Zinsen, sprechen aber dafür, dass die deutsche Binnenkonjunktur weiter auf Wachstumskurs bleibt.

EZB vor mehr Herausforderungen, als ihr lieb sein kann

Nach dem erwartungsgemäßen Beenden der Nettoanleihekäufe zum Jahresende 2018 sieht sich die EZB auf dem Weg zu einer weiteren Normalisierung der Geldpolitik nun mit einem anspruchsvollen ökonomischen Umfeld in der Eurozone konfrontiert. Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für 2019 von 1,7% im Dezember auf nunmehr 0,9% gesenkt. Der Euroraum befindet sich in einer „rezessionsnahen Umlaufbahn“: Zum Jahresbeginn 2019 bestehen durchaus Kontraktionsrisiken. Allerdings ist nicht mit einer dauerhaften Rezession zu rechnen, da insgesamt keine größeren Ungleichgewichte vorhanden sind und die Geldpolitik weiterhin expansiv ist. Auch wenn wir unsere Erwartungen stärker nach unten korrigiert haben als der Markt, sehen wir unsere Einschätzung nach wie vor als optimistisch an. Sie stützt sich auf eine gute Lösung für die politischen Risiken (Handelskonflikt, Brexit) und darauf, dass die binnenwirtschaftlichen Belastungen auf einzelne Länder beschränkt sowie von vorübergehender Natur sind. Insofern besteht für uns Anlass zur Sorge. Den jüngsten Daten zufolge hat das Rezessionsrisiko zwar nicht weiter zugenommen, das Wachstum ist jedoch schwach und die Konjunktur bleibt anfällig.

Während der EZB-Sitzung am 7. März waren die Äußerungen zu den kommenden TLTRO3 sicherlich die wichtigste geldpolitische Entscheidung. Daneben wurde aber auch die zeitliche Bindung an unveränderte Leitzinsen verlängert, jedoch nur um drei Monate bis zum Ende 2019, und nicht wie von uns erwartet um ein halbes Jahr. Angesichts der deutlichen Verschlechterung der Makroausichten ist es unwahrscheinlich, dass die EZB die Zinsen bereits Anfang 2020 anheben wird. Wir sind der Meinung, dass es bis Ende 2020 keine Zinsanhebungen geben wird. Die Kosten für die Banken aufgrund der anhaltend negativen Zinsen werden derzeit diskutiert, aber eine Lösung steht nicht unmittelbar bevor.

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



Kreditgeschäft wächst gedämpft, deutsche Wirtschaft stagniert in Q4 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.