



Gemischte Entwicklung in der Kreditvergabe, solide deutsche Konjunktur in Q4 2016

1. März 2017

Autoren

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

Jochen Möbert
+49 69 910-31727
jochen.moebert@db.com

Oliver Rakau
+49 69 910-31875
oliver.rakau@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

Einbruch bei Kreditvergabe an Industrie, aber starke Expansion bei Krediten an Dienstleister. Im vierten Quartal wuchs das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland um EUR 3,2 Mrd. (0,3%) und lag damit 2% höher als Ende 2015. Hinter dem moderaten Gesamtwert verbergen sich jedoch stark gegenläufige Trends: Kredite an das Verarbeitende Gewerbe mussten mit EUR -5,2 Mrd. den stärksten Rückgang seit vielen Jahren hinnehmen, während das Geschäft v.a. mit immobiliennahen Branchen kräftig zulegte (EUR +4,2 Mrd.). Inländische Kreditbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken schwächelten etwas, wohingegen Auslandsbanken und Landesbanken besser abschnitten als zuletzt. Die Kreditzinsen verharrten im Wesentlichen auf niedrigstem Niveau, aber die Einlagenzinsen fielen noch weiter in den negativen Bereich.

Rekord bei Anleiheemissionen, Negativrekord bei Aktienemissionen. Commercial Paper schrumpften im Gesamtjahr minimal, andererseits erreichten die Neuabschlüsse im Leasinggeschäft trotz einer Wachstumsverlangsamung in der zweiten Jahreshälfte ein neues Allzeithoch von EUR 54 Mrd. Anleiheemissionen deutscher Unternehmen kletterten ebenso auf einen neuen Rekordwert von EUR 24 Mrd.; im Gegensatz dazu fielen Aktienemissionen (EUR 4,4 Mrd.) auf den niedrigsten Stand seit der Wiedervereinigung.

Konjunktur

Das reale Wachstum der deutschen Wirtschaft beschleunigte sich auf 0,4% gg. Vq. in Q4 2016 von 0,2% in Q3. Der private Konsum stieg das zwölfte Quartal in Folge (+0,3%). Der öffentliche Konsum stieg um 0,8% und übertraf damit erneut das Wachstum des privaten Konsums. Die Ausrüstungsinvestitionen sanken marginal um -0,1%. Die Bauinvestitionen stiegen in Q4 mit 1,6% kräftig, nach zwei negativen Quartalen in den Sommermonaten. Dank solider inländischer Nachfrage legten die Q3 Importe stärker als die Exporte zu, wodurch der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte deutlich negativ war (-0,4%).

Daher erwarten wir für Q1 2017 ein exportgetriebenes Wachstum als Gegenbewegung zum Schlussquartal, in dem das Inlandswachstum durch eine wetterbedingte rückläufige Investitionstätigkeit im Bausektor belastet werden dürfte. Die Binnenwirtschaft bleibt aber der Hauptwachstumstreiber im Jahr 2017.

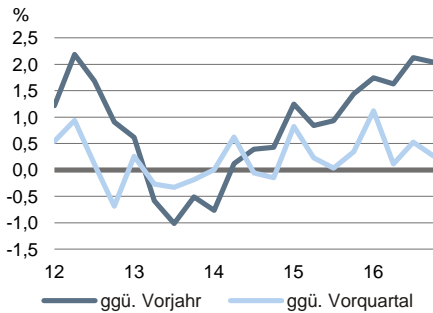
Im Gesamtjahr 2017 dürfte die deutsche Wirtschaft einen Gang zurückschalten. Wir prognostizieren eine Wachstumsrate von 1,1%. Dies ist nahezu eine Halbierung des Wachstums (2016: 1,9%), allerdings geht etwa die Hälfte des Rückgangs auf einen Arbeitstageffekt zurück. Die Verlangsamung basiert auf unserer Erwartung, dass der kräftige Rückenwind für den privaten und staatlichen Konsum im letzten Jahr nunmehr aufgrund anziehender Inflation und der geringeren Ausgaben für Flüchtlinge abflaut. Zudem erwarten wir ein relativ schwaches Investitionswachstum angesichts der hohen internationalen politischen Unsicherheit.



Gemischte Entwicklung in der Kreditvergabe, solide deutsche Konjunktur in Q4 2016

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unternehmensfinanzierung in Deutschland

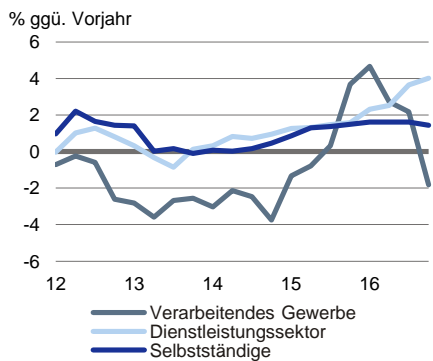
Kreditvolumen

Zum Jahresende hin verlief die Kreditvergabe an deutsche Unternehmen und Selbstständige solide. Das Volumen erhöhte sich in Q4 um insgesamt EUR 3,2 Mrd. (0,3%) und lag damit 2% höher als ein Jahr zuvor. Die Perspektiven für 2017 sind allerdings nur durchwachsen, denn weder von einem sich voraussichtlich abschwächenden Export noch von sinkenden Unternehmensinvestitionen dürften größere Impulse für das Kreditgeschäft ausgehen (zu den Details des Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Im **Euroraum** als Ganzes lief es zuletzt etwas besser. Zwischen September und Dezember expandierte das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen um 0,2% und schloss damit 2016 mit einem Plus von 0,6% ab – immerhin einer der besten Werte der letzten fünf Jahre.

... nach Branche

2

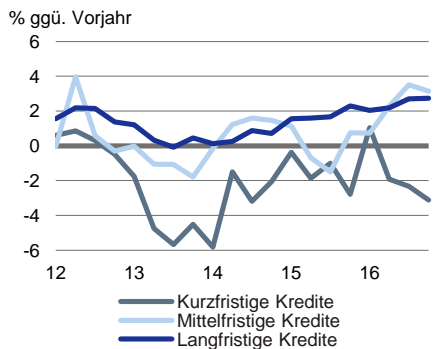


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die einzelnen **Sektoren** in Deutschland entwickelten sich, etwas überraschend, sehr unterschiedlich. Kredite an das Verarbeitende Gewerbe brachen – in einem allerdings traditionell eher schwachen Quartal – um über EUR 5 Mrd. regelrecht ein und drehten somit ggü. dem Vorjahr abrupt von einem Wachstum in einen Rückgang um 1,8%. Es war der stärkste Rückgang in einem Vierteljahr seit 2010. Ob dies bereits auf die Wahl des neuen US-Präsidenten und die Sorge um eine Schwächung des Welthandels aufgrund des zunehmenden Protektionismus zurückzuführen ist, der die exportorientierte deutsche Volkswirtschaft hart treffen könnte, bleibt aber zunächst offen; im letzten Bank lending survey hatten die Banken keine sinkende Kreditnachfrage verspürt. Im Gegensatz dazu legte das Kreditvolumen mit dem Dienstleistungssektor zum Jahresende hin erneut um sehr gute EUR 7,8 Mrd. zu – das beste Quartalsergebnis seit der Finanzkrise. Mit +4% wurde gleichzeitig der beste Vorjahresvergleichswert seit 2001 erreicht. Das Kreditgeschäft mit Selbstständigen wiederum verharrte de facto auf dem in Q3 erreichten Niveau (EUR +0,2 Mrd. ggü. Vq.; +1,4% ggü. Vj.).

... nach Fristigkeit*

3



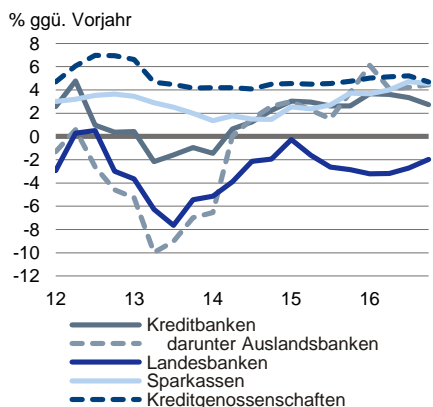
* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Branchenseitig waren die Maschinen- und Autobauer (EUR -2 Mrd.) für einen Großteil der Schrumpfung im Verarbeitenden Gewerbe verantwortlich. Aber auch die meisten anderen Industriezweige lagen in Q4 im Minus, so die Elektrotechnik (EUR -0,8 Mrd.), Metall (EUR -0,5 Mrd.), Ernährung (EUR -0,5 Mrd.) und Holz/Papier/Möbel (EUR -0,5 Mrd.). Die generell recht volatilen Baustoffe erlebten mit EUR -0,8 Mrd. oder -16% den prozentual stärksten Absturz seit der Deutschen Einheit. Einzig und allein die Chemie konnte einen nennenswerten Zuwachs verbuchen (EUR +0,2 Mrd.). Auch außerhalb der Industrie gab es relativ viel Bewegung. Versorger/Bergbau (EUR +1,6 Mrd.) und Handel (EUR +1,3 Mrd.) sahen kräftige Anstiege; saisonübliche Rückgänge verzeichneten dagegen Bau (EUR -1 Mrd.) und Landwirtschaft (EUR -0,6 Mrd.). Beim Verkehr gab es das siebte Quartalsminus in Folge (EUR -0,8 Mrd.).

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den Dienstleistungsbranchen setzte sich die starke Dynamik im Immobiliensektor fort. Wohnungsunternehmen legten erneut robuste EUR 3,4 Mrd. zu, Gewerbeimmobilienfirmen EUR 0,8 Mrd. Darüber hinaus weiteten jedoch lediglich die Beteiligungsgesellschaften (EUR +1,5 Mrd.) und die sonstigen Dienstleister (EUR +1,2 Mrd.) ihr Kreditvolumen in größerem Umfang aus.

Mit Blick auf die verschiedenen **Fristigkeiten** hält die Verschiebung weg von kurzfristigen, hin zu längerfristigen Krediten an. Erstere gingen – im traditionell schlechten vierten Quartal – deutlich zurück, und schrumpften insgesamt um 3,1% ggü. Vj. Sie liegen damit absolut betrachtet auf dem niedrigsten Niveau seit Beginn der Statistik 1990. Genau spiegelbildlich entwickelten sich die mittelfristigen Ausleihungen (+3,1%), und das Wachstum der Kredite mit Laufzeit über fünf Jahren nahm nochmals leicht auf 2,7% zu.

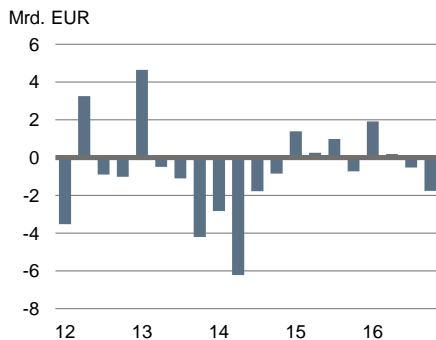
Einige Überraschungen brachte das Geschäft der einzelnen **Bankengruppen** mit sich. So ging das Kreditvolumen der Landesbanken in diesem Vierteljahr erst-



Gemischte Entwicklung in der Kreditvergabe, solide deutsche Konjunktur in Q4 2016

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

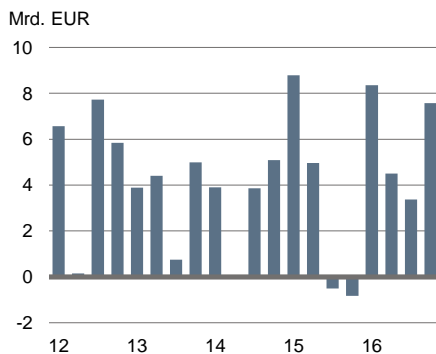
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

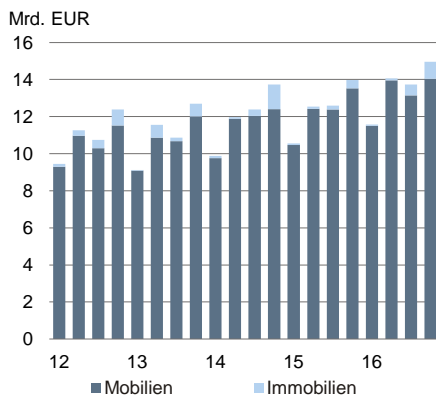
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuvolumen

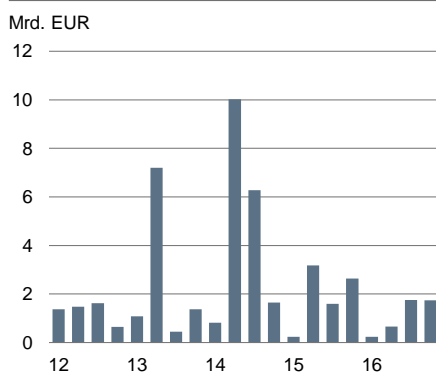
7



Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

mals seit Anfang 2015 wieder nach oben (+0,2%). Dafür schwächelten Sparkassen (+0,8%) und Kreditgenossenschaften (0,7%) – für Letztere war es das schlechteste Abschneiden in einem Quartal seit drei Jahren. Das sollte jedoch nicht überbewertet werden: Beide Bankengruppen liegen weiterhin mit über 4½% Wachstum an der Spitze des Feldes mit Blick auf den Vorjahresvergleich. Bei den Kreditbanken war das Kreditgeschäft zwar insgesamt nur leicht rückläufig (-0,1% ggü. Vq.), hinter diesem unspektakulären Ergebnis verbarg sich jedoch einerseits der heftigste Einbruch seit der Finanzkrise bei den inländischen Kreditbanken (-1,5%), andererseits das zweitkräftigste Plus seit der Finanzkrise bei den Auslandsbanken (+2,8%). Nur die Förderbanken setzten ihren seit Längerem eingeschlagenen Schrumpfkurs fort (-1,1%).

Das Minus der inländischen Kreditbanken resultierte vor allem aus stark rückläufigen Volumina in nahezu allen Industriebranchen, während die Auslandsbanken u.a. im Kreditgeschäft mit dem Handel und Beteiligungsgesellschaften Marktanteile gewannen. Die Landesbanken profitierten vom Wachstum der Wohnungsunternehmen und bei den sonstigen Dienstleistungen; Sparkassen und Genossenschaftsbanken vereinten allerdings den Löwenanteil des Anstiegs bei den immobiliennahen Branchen auf sich.

Andere Finanzierungsquellen

Bei den Finanzierungsalternativen wurden im vierten Quartal gleich mehrere Rekorde aufgestellt – allerdings sowohl im positiven als auch negativen Sinne.

Nichtbanken emittierten im traditionell schwachen Q4 **Commercial Paper** in Höhe von netto EUR -1,8 Mrd. – das war der Finanzierungsmarkt, der am ehesten im Rahmen bisheriger Erfahrungen blieb. Für das Gesamtjahr ergab sich damit ein ganz leichtes Minus von EUR 179 Mio., nach einigem Auf und Ab in den letzten Jahren also zumindest eine relative Stabilität.

Die Nettoemission von **Unternehmensanleihen** brachte es von Oktober bis Dezember auf exzellente EUR 7,6 Mrd. Das war der höchste Wert in einem Schlussquartal überhaupt und der starke Schlussspurt verhalf dem Gesamtjahr mit EUR 23,8 Mrd. zu einem neuen Allzeithoch – der bisherige Rekordhalter 2012 wurde um EUR 3,5 Mrd. übertroffen. Die Anleihekäufe der EZB, die 2016 auch auf Schuldverschreibungen von Unternehmen ausgeweitet wurden, haben dem Markt ganz offensichtlich zu einem Boom verholfen, der in diesem Jahr zunächst anhalten könnte. Die tragende Rolle der EZB unterstreicht der Blick auf den Euroraum insgesamt: Hier zog die Nettoemission ab dem Frühjahr ebenfalls massiv an auf in Summe EUR 79,5 Mrd., ein Zuwachs von 70% ggü. einem zugegeben eher mäßigen Vorjahr. Q4 lag bei robusten EUR 28,6 Mrd.

Die neu abgeschlossenen **Leasingtransaktionen** beliefen sich in Deutschland im letzten Vierteljahr auf EUR 15 Mrd., den besten Wert seit der Finanzkrise. Davon entfielen EUR 14 Mrd. auf Mobilien, die damit einen neuen historischen Spitzenwert erreicht haben dürften. In den letzten Monaten hat das Geschäft jedoch etwas an Schwung verloren. Während in H1 noch deutlich zweistellige Wachstumsraten im Vorjahresvergleich verzeichnet wurden, lag der Zuwachs in Q4 nur noch bei 3,9%. Während das Kfz-Leasing noch relativ kräftig expandierte, war das Volumen geleaster Maschinen und Büroelektronik bereits rückläufig. Das Immobilienleasing schnitt im letzten Quartal mit EUR 907 Mio. solide ab. Im Gesamtjahr stellte das Mobilienleasing mit EUR 52,7 Mrd. einen neuen Rekord auf, das Immobilienpendant kam auf EUR 1,7 Mrd., etwa so viel wie im Schnitt der Vorjahre.

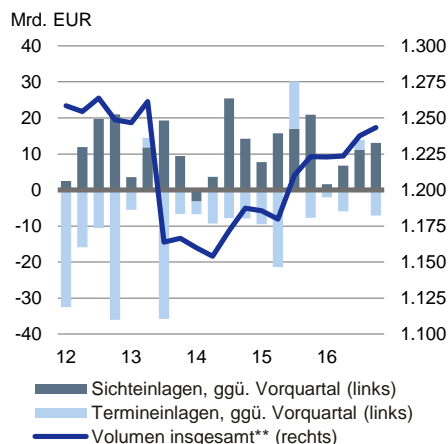
Die sehr gute Entwicklung bei der Fremdkapitalbeschaffung und dem Leasing scheint zu Lasten der Aufnahme neuen Eigenkapitals gegangen zu sein: **Aktienemissionen** betragen zwar im Schlussquartal immerhin EUR 1,7 Mrd., dank einer größeren Transaktion im Energiesektor. Insgesamt war der 2016er Jahrgang jedoch der schlechteste seit der Wende. Mit einem Jahresergebnis



Gemischte Entwicklung in der Kreditvergabe, solide deutsche Konjunktur in Q4 2016

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
** Enthält Rückgang um EUR 80,9 Mrd. in Q3 13 und Anstieg um EUR 9,4 Mrd. in Q4 14 aufgrund statistischer Umklassifizierungen.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

von gerade einmal EUR 4,4 Mrd. wurde der bisherige Negativspitzenreiter (2012) eindeutig unterboten. Einmal mehr scheinen i) die strukturellen Nachteile der Eigenkapitalfinanzierung in Deutschland und ii) das Nullzinsumfeld und die Liquiditätsschwemme der EZB den Markt für Aktienemissionen regelrecht abzuwürgen. Zu i) zählen die steuerliche Bevorzugung von Fremdkapital, der Mangel an privater kapitalgedeckter Altersvorsorge und das sehr konservative, risikoscheue Anlegerverhalten (fehlende „Aktienkultur“) ebenso wie der hohe Anteil größerer mittelständischer Familienbetriebe. ii) machen die Anleihefinanzierung sehr attraktiv. Diese längerfristigen Nachteile für die deutsche Volkswirtschaft – u.a. aufgrund der einseitigen Finanzierungsstruktur – sind von der Politik in den letzten Jahren allerdings ignoriert worden.

Einlagenvolumen

Wenig aufregend waren dagegen in Q4 die Änderungen auf der Einlagenseite. Unternehmen und Selbstständige erhöhten ihren Bestand um insgesamt EUR 5,9 Mrd., wobei die Sichteinlagen einmal mehr kräftig zulegten (EUR +13 Mrd.) und die Termingelder schrumpften (EUR -7,1 Mrd.). Im Gesamtjahr verbuchten die Banken unter dem Strich einen moderaten Zufluss von 1,6%.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmenskredite in Deutschland blieben im vergangenen Quartal unverändert. Die konkreten Konditionen wurden aber nach eigener Aussage von netto 13% der Banken gelockert, was im Wesentlichen an weiter verschärftem Wettbewerb lag und sich in geringeren Anforderungen bei Covenants und reduzierten Margen niederschlug. Im Eurogebiet als Ganzes wurden die Kreditstandards erstmals seit drei Jahren minimal verschärft (berichtet von 3% der Institute); dabei hielt der Margendruck v.a. bei durchschnittlichen Krediten an (20%).

Die **Kreditnachfrage** in Deutschland verbesserte sich in Q4 im Quartalsvergleich erneut (16%), der Anstieg wurde allerdings fast ausschließlich von den langfristigen Krediten (19%) und Krediten an KMU (10%) getragen. Als Gründe nannten die Banken v.a. die allgemein niedrigen Zinsen, Umschuldungen und Kapitalbedarf aufgrund von Übernahmen. Im Gegenzug wirkte eine starke Innenfinanzierung nachfragedämpfend – die Emission von Anleihen trotz des hohen Volumens hingegen nicht. In der EWU insgesamt war das Bild fast identisch.

Für das **laufende Quartal** erwarten die deutschen Banken eine moderate Lockerung der Kreditstandards für KMU (7%) und bei diesen gleichzeitig die größte Nachfragezunahme (11%). In Euroland insgesamt gehen die Institute von praktisch unveränderten Standards und einem moderaten Nachfrageplus aus (10%). Letzteres ist allerdings der schwächste (d.h. pessimistischste) Wert seit drei Jahren.

Zinssätze

Die zum Jahresende hin gestiegenen Zinsen an den Kapitalmärkten haben zumindest dafür gesorgt, dass die Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** der Banken mit Unternehmen in Q4 im Schnitt nicht weiter gefallen sind. Zwar gingen die Zinsen für Kleinkredite (< EUR 1 Mio.) und für Kredite mit Zinsbindung von 1-5 Jahren nochmals leicht zurück, umgekehrt stiegen sie jedoch für Großkredite und längere Zinsbindungen. Ein Vierteljahr, nachdem der durchschnittliche **Einlagenzins** erstmals in der Geschichte negativ geworden war, setzte sich diese für die Banken positive, für Unternehmen ungünstige Entwicklung fort: Die Zinsen für Sichteinlagen (Termineinlagen) fielen auf genau null (auf -8 Bp.).

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

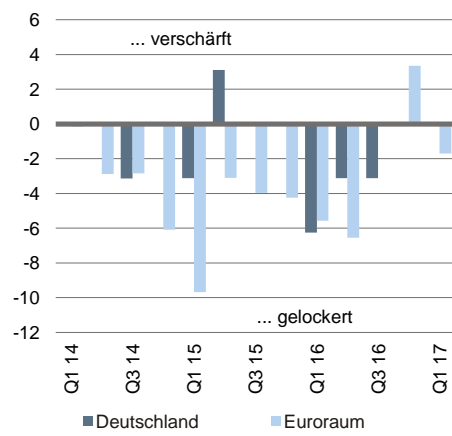
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



Gemischte Entwicklung in der Kreditvergabe, solide deutsche Konjunktur in Q4 2016

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

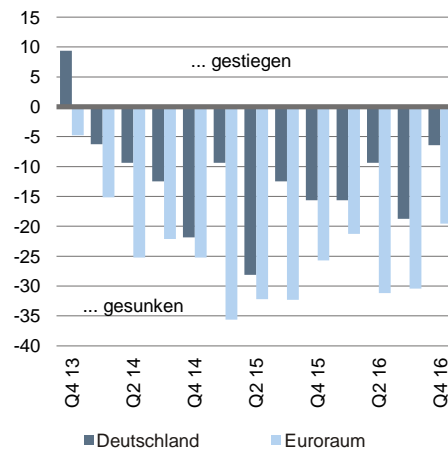


* Q1 17 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

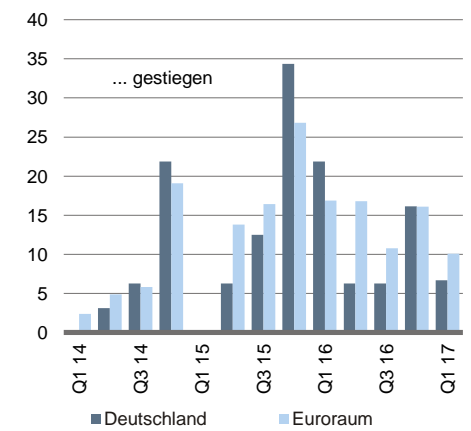
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

12

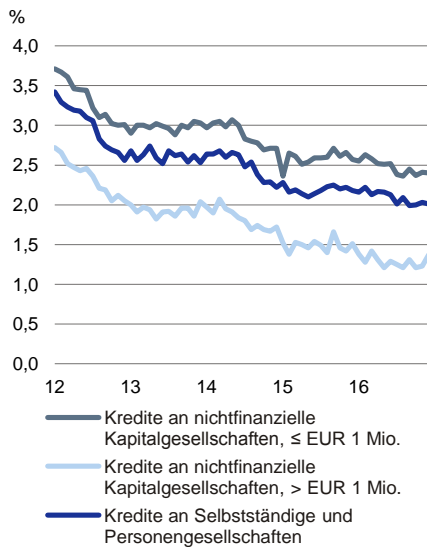


* Q1 17 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

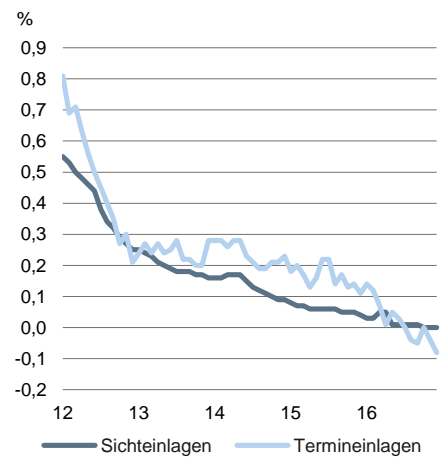
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB

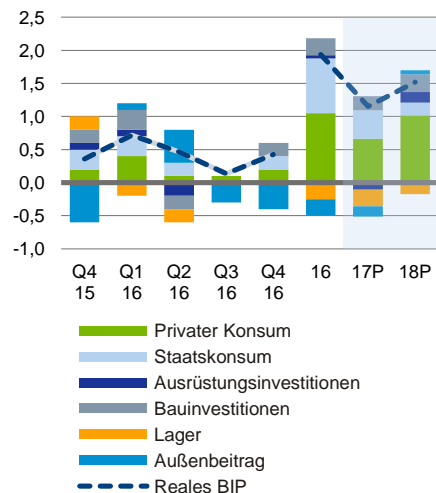


Solides BIP-Wachstum in Q4 2016, aber Wachstumsverlangsamung im Jahr 2017

Binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum

16

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



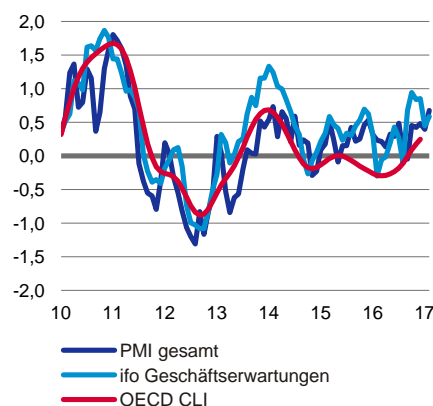
Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Das reale Wachstum der deutschen Wirtschaft beschleunigte sich auf 0,4% gg. Vq. in Q4 2016 von 0,2% in Q3. Der private Konsum stieg das zwölfte Quartal in Folge (+0,3%). Der öffentliche Konsum stieg um 0,8% und übertraf damit erneut – wie in den letzten sieben Quartalen auch – das Wachstum des privaten Konsums. Die Ausrüstungsinvestitionen sanken marginal um -0,1%, das dritte negative Quartal in Folge (nach -0,5% in Q2 und -2,3% in Q3). Die Bauinvestitionen stiegen in Q4 mit 1,6% kräftig, nach zwei negativen Quartalen in den Sommermonaten. Dank solider inländischer Nachfrage legten die Q3 Importe stärker als die Exporte zu, wodurch der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte deutlich negativ war (-0,4%).
- Daher erwarten wir für Q1 ein kräftiges exportgetriebenes Wachstum als Gegenbewegung zum Schlussquartal, in dem das Inlandswachstum durch eine wetterbedingte rückläufige Investitionstätigkeit im Bausektor belastet werden dürfte. Insgesamt bleibt aber die Binnenwirtschaft der Hauptwachstumstreiber in den kommenden Quartalen.
- Im Gesamtjahr 2017 dürfte die deutsche Wirtschaft einen Gang zurückschalten. Wir prognostizieren eine Wachstumsrate von 1,1%. Dies ist nahezu eine Halbierung des Wachstums (2016: 1,9%), allerdings geht etwa die Hälfte des Rückgangs auf einen Arbeitstageffekt zurück. Rechnet man diesen heraus, verlangsamt sich das Wachstum nur noch von 1,8% auf 1,4%. Die Verlangsamung basiert auf unserer Erwartung, dass der kräftige Rückenwind für den privaten und staatlichen Konsum im letzten Jahr nunmehr aufgrund anziehender Inflation und der geringeren Ausgaben für Flüchtlinge abflaut. Zudem erwarten wir ein relativ schwaches Investitionswachstum angesichts der hohen internationalen politischen Unsicherheit, mit Blick auf die Brexit-Verhandlungen und den europäischen Wahlkalender im ersten Halbjahr 2017.

Frühindikatoren zuletzt deutlich gestiegen

17

standardisierte Werte



Quellen: Markit, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt

2016 Q4: Starker Konsum, aber schwächelnde Investitionen

Die Zusammensetzung des allein binnenwirtschaftlich getriebenen BIP-Wachstums entspricht den bisherigen Erwartungen. Der private Konsum stieg das zwölfte Quartal in Folge (+0,3% gg. Vorquartal und +1,5% gg. Vorjahr), der längste ununterbrochene Anstieg seit der Wiedervereinigung. Im Jahr 2016 wuchs der private Konsum um 2%. Im Jahresverlauf schwächte sich das Beschäftigungswachstum aber sukzessive von 1,3% im März auf nur noch 0,5% gg. Vorjahr ab. Ebenso verlangsamte sich das reale Lohnwachstum bei anziehender Inflation – und unverändertem Nominallohnanstieg von 2 bis 2 1/2% gegenüber Vorjahr. Die Sparquote zog leicht an und lag mit 9,9% nahe historischen Durchschnittswerten. Die staatlichen Konsumausgaben wuchsen weiterhin besonders dynamisch (+0,8% gg. Vorquartal) und das jährliche Wachstum lag bei 4%, dem stärksten Wachstum seit dem Jahr 1992.

Die Bauinvestitionen stiegen in Q4 mit 1,6% gg. Vorquartal kräftig, nachdem in den Sommermonaten zwei negative Quartale zu verzeichnen waren. Die staatlichen Bauinvestitionen legten leicht zu, sowohl im Wohnbau +0,5% als auch im Nichtwohnbau mit 0,8% (letztere dominieren mit einem Anteil von 98% die staatlichen Bauinvestitionen). Die privaten Bauinvestitionen stiegen mit 1,7% nach ebenfalls zwei negativen Quartalen (Q2 -1,2%, Q3 -0,5%), wobei das Q4 Wachstum im Wohnbau und Nichtwohnbau ähnlich hoch war. Der Wohnungsbau profitiert weiter von den günstigen Fundamentalfaktoren (erhöhte Zuwanderung, Kapitalzuflüsse, robuster Arbeitsmarkt, historisch niedrige Zinsen). Im Jahr 2016 expandierten die Bauinvestitionen um mehr als 3%. Dies ist das höchste



Gemischte Entwicklung in der Kreditvergabe, solide deutsche Konjunktur in Q4 2016

Wachstum seit dem Jahr 2011, was aber angesichts des massiven Nachfrageüberhangs auf dem Wohnimmobilienmarkt – es fehlen rund 1 Million Wohnungen – weiterhin zu wenig ist, um den Preisdruck signifikant zu reduzieren. Fehlendes Bauland, bestehende Kapazitätsengpässe, Fachkräftemangel, dämpfende regulatorische Eingriffe und politische Fehlanreize sind limitierende Faktoren.

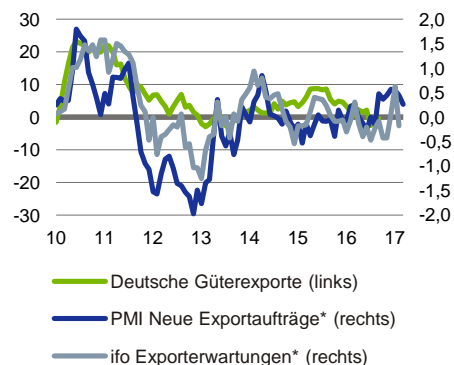
Trotz schwachen Welthandelwachstums stiegen die Q4 Exporte mit 1,8% gg. Vorquartal und 3,3% gg. Vorjahr. Mit jeweils rund 3% wuchsen die Exporte nach Asien und in die USA besonders dynamisch. Für das Jahr 2016 lag das reale Exportwachstum allerdings nur bei 2,6% (20-Jahresdurchschnitt 5,9%). Die Q4 Importe wuchsen mit 3,1%, das höchste Quartalswachstum seit Q2 2010. Noch höher waren die Zunahmen der Importe im Gesamtjahr. Dank der inländischen Nachfrage stiegen die Importe im Gesamtjahr 2016 mit 3,7% und damit fast so stark wie in den Vorjahren (2013-2015 4,2%, 20-Jahresdurchschnitt 5,1%). Folglich schrumpften die Nettoexporte sowohl in Q4 als auch im Gesamtjahr mit -0,4%. Für das Jahr 2017 erwarteten wir nur eine leichte Verbesserung bei den Exporten (+3,0% gg. Vorjahr). Die Importe dürften weiterhin kräftiger wachsen (+3,6%), so dass sich ein negativer Wachstumsbeitrag der Nettoexporte von -0,1% ergibt.

Das etwas schwächere Exportwachstum im Jahr 2016 trug zu einer Investitionszurückhaltung bei (+1,1%). Zudem schrumpften die Ausrüstungsinvestitionen in drei aufeinanderfolgenden Quartalen (Q2 bis Q4), eine Serie, die zuletzt im Jahr 2009 zu beobachten war. Hier dürfte sich auch die hohe politische Unsicherheit niedergeschlagen haben – wenig überraschend angesichts der vielen negativen Überraschungen im politischen Jahr 2016. In Q4 schrumpften jedoch nur noch die privaten Ausrüstungsinvestitionen (-1,7% gg. Vorquartal), während die öffentlichen Ausrüstungsinvestitionen rasant stiegen (+27,8%). Deren Anteil beträgt aber nur 6% an den gesamten Ausrüstungsinvestitionen. Die Zunahme ist zudem vor allem als Gegenbewegung zu dem ähnlich hohen Rückgang in den ersten 9 Monaten des Jahres 2016 zu verstehen. Durch die schwache Investitionsentwicklung im Jahr 2016 wird auch 2017 durch einen negativen Wachstumsüberhang belastet. So erwarten wir trotz kontinuierlicher Verbesserung im Quartalsverlauf ein negatives Wachstum für das Gesamtjahr 2017 von -0,2%.

Exportausblick: ifo signalisiert schwächere Entwicklung als PMI

18

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



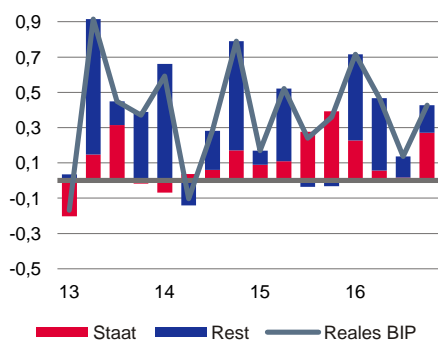
* Vorlauf von 3 Monaten

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

Q3 2016: Stagnation ohne Staat

19

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Staatssektor gewinnt an Bedeutung für BIP-Wachstum

In Q4 2016 zeigte sich die hohe Bedeutung des staatlichen Sektors für das Wirtschaftswachstum. So trug der staatliche Sektor dank hoher staatlicher Konsumausgaben und hoher staatlicher Investitionen fast 0,3%-Punkte zum Gesamtwachstum von 0,4% bei. Der öffentliche Konsum stieg dabei um 0,8% und übertraf damit erneut – wie in den letzten sieben Quartalen auch – das Wachstum des privaten Konsums (+0,3%). Der Aufwärtstrend der staatlichen Konsum- und Investitionsausgaben nimmt also weiter zu, so dass auf den Staat (in realer Rechnung) ein Anteil von fast 22% des BIP entfällt. Die Bedeutung des Staates erreicht damit ein mit den frühen 1990er Jahren vergleichbares Niveau, als die Regierung die Effekte der Wiedervereinigung schulterte, und war nur kurzzeitig während der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise höher. Zudem scheinen viele politische Parteien eher eine Ausweitung der Staatsaktivität zu befürworten, was in der Legislaturperiode nach der Bundestagswahl im September 2017 den BIP-Anteil der Staatssektoren weiter erhöhen könnte.

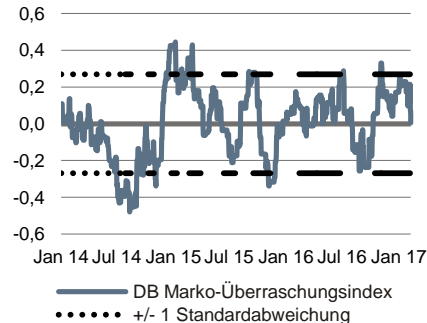


Gemischte Entwicklung in der Kreditvergabe, solide deutsche Konjunktur in Q4 2016

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

20

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



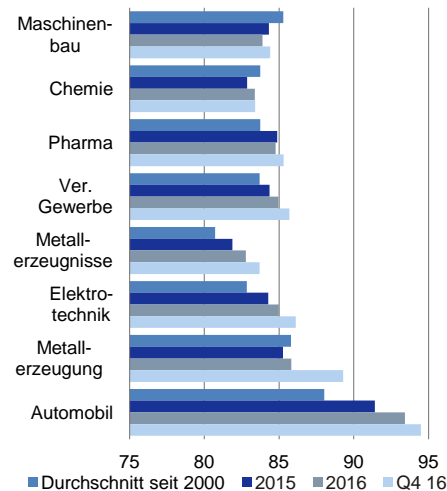
Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Auslastung der Industrieunternehmen in der Automobilindustrie am höchsten

22

Kapazitätsauslastung, sb., %

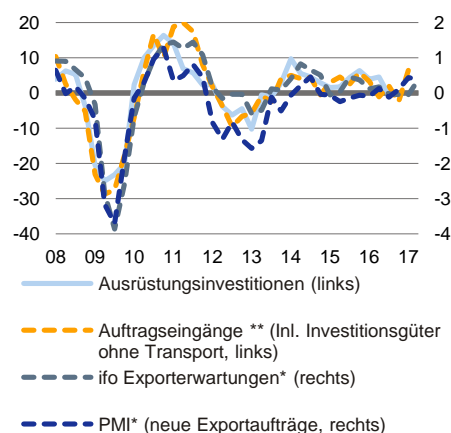


Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten

23

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



*Vorlauf von *2Q **1Q

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

2017 Q1 BIP Prognose: 0,4% gg. Vorquartal – schlechtes Wetter dürfte Bauinvestitionen belasten

Obwohl in den nächsten Quartalen die Binnenwirtschaft der Hauptwachstumstreiber bleiben dürfte, erwarten wir für Q1 ein exportgetriebenes Wachstum. Dies liegt an zwei Faktoren. Erstens erwarten wir für Q1 ein schwaches Investitionsumfeld, da die Bauinvestitionen aufgrund des relativen kalten Januar/Anfang Februar deutlich schrumpfen dürften (-1,4%). Zudem dürfte die politische Unsicherheit rund um die US-Präsidentschaft von DJ Trump und ebenso mit Blick auf den europäischen Wahlkalender die Investitionsneigung dämpfen. Investoren könnten insbesondere vor der französischen Präsidentschaftswahl zurückhaltend agieren. Zudem könnte das Risiko von Neuwahlen in Italien belastend wirken. Zweitens erwarten wir für Q1 positive Nettoexportbeiträge als Gegenbewegung zu dem recht kräftigen Rückgang der Nettoexporte im zweiten Halbjahr 2016.

Einige Vorlaufindikatoren, wie der Einkaufsmanagerindex und die ifo-Umfrage, zeigen basierend auf unseren Modellen aktuell ein Q1 Wachstum von mehr als 0,4% an. Entsprechend überwiegen bei unserer Prognose eher die Aufwärtsrisiken. Allerdings überzeichneten die weichen Indikatoren in den vergangenen Quartalen regelmäßig das BIP-Wachstum, weshalb die hohen Umfragewerte sich abermals nicht in harten Daten widerspiegeln dürften. Auch unser DB Makro-Überraschungsindex liegt auf neutralem Niveau, weshalb wir an unserer Prognose von 0,4% gg. Vorquartal festhalten.

2017er BIP-Prognose +1,1% dank Inlandswachstum¹

Die deutsche Wirtschaft dürfte im Jahr 2017 einen Gang zurückschalten. Wir prognostizieren eine Wachstumsrate von 1,1%. Das ist zwar nahezu eine Halbierung des Wachstums (2016: 1,9%), allerdings geht etwa die Hälfte auf einen Arbeitstageffekt zurück. Rechnet man diesen heraus, verlangsamt sich das Wachstum nur noch von 1,8% auf 1,4%. Damit läge es aber immer noch über der mittelfristigen Potentialrate, die sich angesichts der demografischen Aussichten Deutschlands und der Produktivitätsentwicklung ergibt.

Die Verlangsamung basiert auf unserer Erwartung, dass der kräftige Rückenwind für den privaten und staatlichen Konsum aufgrund anziehender Inflation und der stark eingeschränkten Flüchtlingszuwanderung abflaut. Die Inflation dürfte getrieben vom ölpreisbedingten Anstieg der Energiepreise von 0,5% auf 1,6% zulegen. Zudem unterstellen wir eine anhaltende Flüchtlingszuwanderung in ähnlicher Höhe wie im Herbst 2016 (16.000 pro Monat vs. 180.000 pro Monat im Herbst 2015). Mit gut einem Prozent Wachstum sollte der private Konsum dank der anhaltend robusten Lage des Arbeitsmarktes kombiniert mit der Anhebung des Mindestlohns aber weiter die wichtigste Konjunkturstütze bleiben. Auch der Staatskonsum mit 1,5% und die Bauinvestitionen mit 1% dürften ähnlich dynamisch wachsen wie das reale BIP insgesamt. Ein Zuwachs der Bauinvestitionen in der von uns prognostizierten Höhe ist angesichts des erheblichen Nachfrageüberhangs im Wohnungsbau und der Infrastrukturpläne der Regierung aber enttäuschend. Allerdings dürften Kapazitätsengpässe aufgrund des Fachkräftemangels und staatlich/regulatorische Hürden ein stärkeres Ausweiten des Angebots behindern.

¹ Siehe für weitere Details: Ausblick Deutschland: Ausblick 2017 – solide, trotz nachlassendem Rückenwind, Deutsche Bank Research, 16. Dezember 2016.

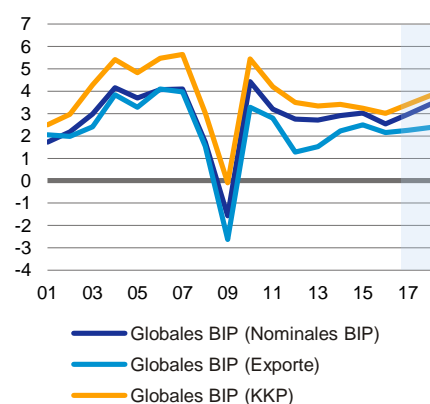


Gemischte Entwicklung in der Kreditvergabe, solide deutsche Konjunktur in Q4 2016

Auslandsnachfrage nach deutschen Produkten zieht erst 2018 an

24

% gg. Vj., Gewichtungsfaktoren in Klammern



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Die Aussichten für die deutsche Exportwirtschaft sind insgesamt gemischt. Während die Weltwirtschaft 2017 stärker wachsen sollte, dürfte die Konjunktur in Europa an Tempo verlieren. Angesichts des sehr hohen Anteils dieser Region an den deutschen Exporten bedeutet dies eine nur marginal aufwärtsgerichtete Nachfrageentwicklung. Insgesamt rechnen wir für Deutschland mit einem ähnlich maßen Exportplus wie 2016, was zusammen mit der anhaltenden Unsicherheit ein ungünstiges Investitionsumfeld ergibt. Wir rechnen für 2017 trotz überdurchschnittlicher Kapazitätsauslastung mit leicht rückläufigen Ausrüstungsinvestitionen in Höhe von -0,2%. Ab der zweiten Jahreshälfte könnte aber ein beginnender US-Aufschwung der globalen Konjunktur Schwung verleihen und damit auch die Ausrüstungsinvestitionen nach und nach an Fahrt gewinnen. Insbesondere im Hinblick auf das Jahr 2018 erwarten wir dann Wachstumsimpulse. Die Ausrüstungsinvestitionen könnten dann mit 2% wachsen und das BIP mit 1,6%.

Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)

Jochen Möbert (+49 69 910-31727, heiko.peters@db.com)

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

25

						2016				2017			
	2014	2015	2016	2017P	2018P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	1,6	1,7	1,9	1,1	1,6	0,7	0,5	0,1	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
Privater Konsum	0,9	2,0	2,0	1,0	1,4	0,7	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3
Staatsausgaben	1,2	2,8	4,0	1,5	1,0	1,3	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,4	1,7	2,3	0,4	2,8	1,8	-1,5	-0,2	0,8	-0,2	1,2	0,6	0,7
Ausrüstungen	5,5	3,7	1,1	-0,2	2,4	0,9	-2,3	-0,5	-0,1	1,1	0,3	0,3	0,3
Bau	1,9	0,3	3,0	1,0	3,7	2,7	-1,7	-0,3	1,6	-1,4	2,2	1,0	1,2
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	0,0	-0,4	-0,1	0,3	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Exporte	4,1	5,2	2,6	3,0	3,7	1,4	1,2	-0,3	1,8	0,8	0,7	1,1	1,0
Importe	4,0	5,5	3,7	3,6	4,1	1,4	0,1	0,4	3,1	0,1	0,6	1,3	1,1
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,5	-0,3	-0,4	0,4	0,1	0,0	0,0
Konsumentenpreise*	0,9	0,2	0,5	1,7	1,6	0,3	0,1	0,5	1,1	1,9	1,6	1,6	1,8
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	6,1	6,4	6,2	6,1	6,1	6,0	5,9	6,0	6,1	6,2
Industrieproduktion	1,5	0,5	1,3	0,6	1,4								
Budgetsaldo, % BIP	0,3	0,7	0,8	0,5	0,2								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	74,9	71,2	68,3	65,9	63,4								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,3	8,3	8,4	8,0	7,8								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	213	253	263	259	260								

*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research

© Copyright 2017. 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.