



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

1. Quartal 2015

5. Juni 2015

Autoren

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

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

Editor

Jan Schildbach

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Unternehmensfinanzierung

Starker Jahresbeginn im Kreditgeschäft. Nach den Enttäuschungen im zweiten Halbjahr 2014 verzeichnete die Kreditvergabe in Q1 2015 ein kräftiges Plus. Gegenüber Dezember stieg das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen um 0,8% – der stärkste Start in ein Jahr seit 2001. Verglichen mit dem Vorjahr ergibt sich ein Zuwachs von 1,3%, getragen im Wesentlichen von einer moderaten Belebung bei den langfristigen Ausleihungen. Zudem beruhte das Quartals-Wachstum auf einer breiten, soliden Basis. Im Verarbeitenden Gewerbe schnitt die Kernbranche Maschinenbau/Auto besonders stark ab, auch mit dem Dienstleistungssektor und den Selbstständigen gab es einen Anstieg. Sämtliche Bankengruppen profitierten mit Wachstumsraten von mindestens 1% gegenüber Vorquartal vom Aufschwung; bis auf die Landesbanken, die aber auch noch leicht expandierten. Schärfere Wettbewerb unter den Banken übte Druck auf die Margen und übrigen Kreditkonditionen aus, während das Zinsniveau einmal mehr auf ein neues Allzeittief rutschte. Das Einlagenvolumen stagnierte im Großen und Ganzen.

Bei den alternativen Finanzierungsquellen schnitten Commercial Paper und das Leasinggeschäft im ersten Quartal gut ab, während die Emission von Unternehmensanleihen unter Durchschnitt blieb. Die Ausgabe von Aktien fiel auf einen neuen Tiefstand.

Konjunktur

Revision der BIP-Prognose 2015 auf 1,6%, aber robustes zugrundeliegendes Wachstum. Die deutsche Wirtschaft wuchs im ersten Quartal mit nur 0,3% gg. Vj. schwächer als erwartet und schwächte sich gegenüber dem starken Wachstum im vierten Quartal ab (+0,7% gg. Vq.). Alleiniger Wachstumstreiber war die Binnenwirtschaft. Der private Konsum expandierte weiter kräftig, begünstigt durch den niedrigen Ölpreis, die positive Arbeitsmarktentwicklung und die hohe Nettozuwanderung. Die Bruttoinvestitionen waren insgesamt wachstumsneutral, da der Lagerabbau den Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen kompensierte. Die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen legten zu. Vom Außenhandel kamen im ersten Quartal negative Wachstumsimpulse.

Durch diesen schwachen Start ins Jahr haben wir kürzlich unsere BIP-Prognose für das Jahr 2015 auf 1,6% gesenkt, was dem Wachstum des Vorjahres entspricht. Die zugrundeliegende solide binnenwirtschaftliche Wachstumsdynamik sehen wir aber weiter als intakt an.

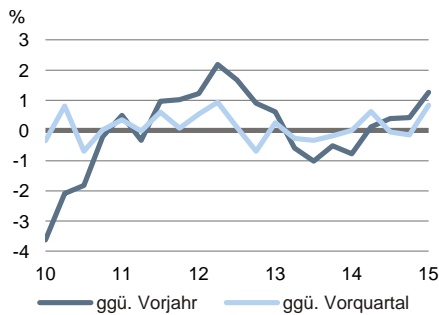
Alleiniger Wachstumstreiber dürfte 2015 die Binnenwirtschaft sein. Der private Konsum dürfte mit etwas mehr als 2% so stark wie seit 3 Jahren nicht mehr wachsen. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften sich 2015 – hauptsächlich in der Form von Ersatzinvestitionen – moderat erholen. Bauinvestitionen dürften dank eines dynamischen Wohnungsbaus solide wachsen. Die Nettoexporte werden wohl wachstumsneutral sein.



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

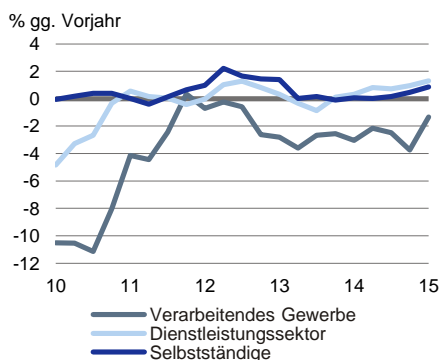
Nach einer Durststrecke in H2 2014 verzeichnete die Kreditvergabe an deutsche Unternehmen und Selbstständige im ersten Quartal dieses Jahres den stärksten Jahresauftakt seit 2001. Mit einem Plus von 0,8% bzw. EUR 9,9 Mrd. gegenüber Vorquartal verbesserte sich der Vergleich gegenüber Vorjahr weiter auf nun 1,3%. Möglicherweise schlägt sich die schon längere Zeit solide konjunkturelle Lage mit Verzögerung nun auch im Kreditgeschäft nieder; der Zuwachs sollte angesichts der Unbeständigkeit der jüngsten Ergebnisse jedoch nicht überbewertet werden (zu den Details der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung siehe Teil 2 im Anschluss).

Das **Eurogebiet** insgesamt erlebte ebenfalls einen überzeugenden Jahresbeginn in der Kreditvergabe an Unternehmen, denn die ausstehenden Volumina legten sogar minimal stärker zu als in Deutschland (+0,9% gg. Dezember 2014). Die Schrumpfung im Vorjahresvergleich verlangsamte sich weiter auf nur noch -0,6% und könnte bereits im aktuellen Dreimonatszeitraum ganz zum Stillstand kommen.

Hinsichtlich einzelner **Sektoren** in Deutschland war im ersten Quartal vor allem der kräftige Anstieg im Verarbeitenden Gewerbe auffällig. Die Industrie machte mit einem Plus von EUR 4,5 Mrd. (3,6%) gegenüber Dezember allerdings de facto nur zuvor verloren gegangenen Boden gut. Der praktisch bereits seit der Finanzkrise anhaltende Abwärtstrend ist angesichts eines Minus von 1,3% Vj. damit zumindest noch nicht gebrochen. Auch im Dienstleistungssektor und bei den Selbstständigen (zwei sich teilweise überschneidende Kategorien) wurden im üblicherweise schwachen Q1 solide Zuwächse verzeichnet – dort liegt der Vorjahresvergleich mit 1,3% bzw. 0,9% zudem jeweils im Plus.

... nach Branche

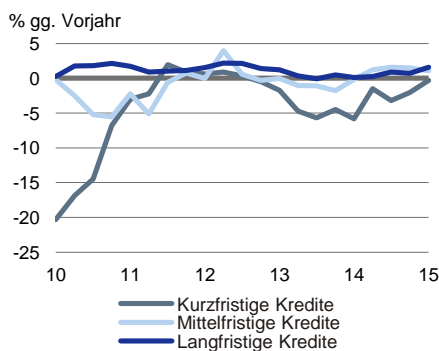
2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Fristigkeit*

3



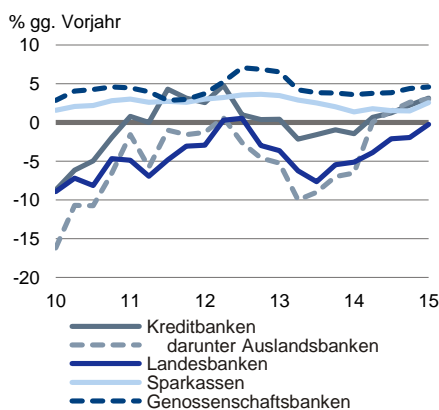
* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bei der Betrachtung einzelner Wirtschaftszweige sticht der markante Anstieg bei Maschinenbau/Auto (+12,8% gg. Vq.) ins Auge. Dies dürfte jedoch zum Teil nur auf eine technische Gegenbewegung zurückzuführen sein, denn allein in Q4 hatte es einen Rückgang in Höhe von EUR 1,8 Mrd. gegeben, verglichen mit einem jetzigen Plus von EUR 3,7 Mrd. Darüber hinaus läuft die Konjunktur in diesen Branchen aktuell durchaus rund und so könnte hier die Trendwende nach jahrelanger Kontraktion des Kreditvolumens geschafft sein. Andere Bereiche des Verarbeitenden Gewerbes zeigten in Q1 eine wesentlich geringere Dynamik: Metall (+1,5%) und IT/Elektronik (2,8%) legten den gewohnt starken Jahresauftakt hin, während die Chemie weiter schwächelte (-0,7%). Bei den übrigen Branchen gab es überwiegend gute Ergebnisse: Bau und Handel verzeichneten solide Zuwächse (+1,9% bzw. 1,2%). Auch Verkehr und Landwirtschaft überzeugten (2,3% bzw. 0,8%), wohingegen die Versorger überhaupt erst zum zweiten Mal seit 2007 einen Rückgang (-0,5%) hinnehmen mussten.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Innerhalb des Dienstleistungsgewerbes zeigten sich die unternehmensnahen Dienstleistungen (Telekom/Beratung/Werbung) einmal mehr robust (+1,5% gg. Vq.). Trotz der Einführung des potenziell belastenden, allgemeinen Mindestlohns zum 1. Januar überraschte der Tourismus positiv (+1,8%), während es bei den verschiedenen Branchen mit Bezug zum Immobiliensektor nur eine durchwachsene Entwicklung gab. Insgesamt setzt sich der Aufwärtstrend bei den Krediten an Dienstleistungsfirmen damit fort.

Mit Blick auf die unterschiedlichen **Fristigkeiten** konnten zwischen Dezember und März zum einen – wie saisonal üblich – die kurzfristigen Ausleihungen zulegen, im Vorjahresvergleich sind sie jedoch immer noch leicht unter Wasser (-0,3%). Zum anderen hält bei den langfristigen Krediten (Laufzeit > 5 Jahre) die moderate Belebung der letzten Zeit an (+1,6% gg. Vj.).

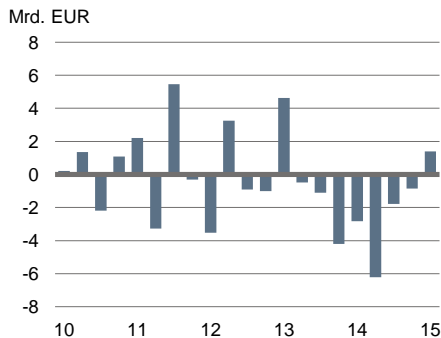
Die Kreditvergabe nach **Bankengruppen** tendierte auch in Q1 dazu, weiter zu konvergieren. Sämtliche Bankengruppen erzielten ein Quartalswachstum



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

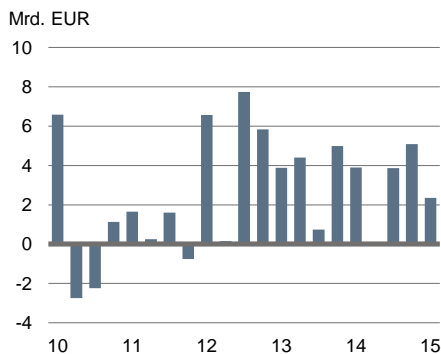
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

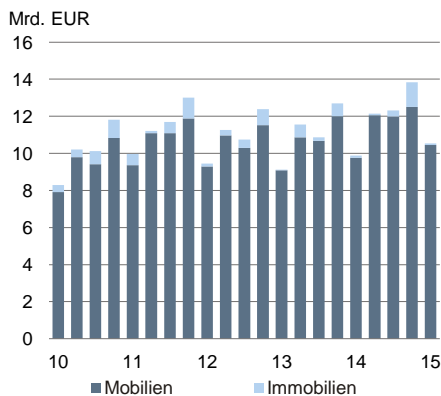
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuvolumen

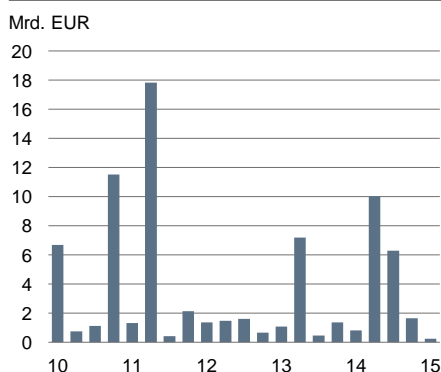
7



Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

zwischen 1% und 1,5% – mit den Landesbanken als einzige Ausnahme (diese erreichten aber immer noch einen Zuwachs von 0,3%). Die Jahreswachstumsrate bei den privaten Kreditbanken erhöhte sich dadurch auf 3,1% und liegt somit weiter über der bei den Sparkassen (2,5%). Unangefochten die Spitzenposition behaupten die Genossenschaftsbanken (4,6%), wohingegen sowohl Landesbanken (-0,3%) als auch staatliche Förderbanken (-2,7%) im Vorjahresvergleich noch eine Schrumpfung ihres Kreditbestands zu konstatieren haben. Am beeindruckendsten bleibt in der längerfristigen Perspektive die Aufholjagd bzw. das Comeback der Auslandsbanken (+3%), die nach Jahren des Rückzugs mittlerweile im deutschen Markt wieder voll präsent sind und gegenwärtig sogar Marktanteile gewinnen.

Andere Finanzierungsquellen

Trotz des sehr guten Abschneidens des Kreditgeschäfts lieferten auch die sonstigen Finanzierungskanäle immerhin gemischte Resultate ab. **Commercial Paper** etwa drehten – nach der graduellen Verbesserung 2014 nicht völlig überraschend – ins Plus und verzeichneten den ersten Quartalsanstieg seit zwei Jahren (EUR 1,4 Mrd.). Für Euphorie besteht angesichts der strukturellen Schwäche des Marktes dennoch kein Anlass, da das gegenwärtige Zinsumfeld es Commercial Paper nahezu unmöglich macht, ihren normalerweise spürbaren Zinsvorteil gg. längerfristigen Finanzierungen auszuspielen.

Der Markt für neue **Unternehmensanleihen** enttäuschte dagegen ein wenig. Hier lag das Volumen in Q1 netto nur bei rund EUR 2,3 Mrd. und damit bei ungefähr der Hälfte des in den letzten Jahren üblichen Werts. Im Euroraum insgesamt blieben die Anleiheemissionen mit EUR 18,6 Mrd. hingegen fast unverändert auf Vorjahresniveau. Es wird in den nächsten Monaten spannend sein zu beobachten, ob ein Teil des Wachstums auf diesem Gebiet seit der Finanzkrise tatsächlich eher zyklischer und weniger dauerhafter Natur gewesen ist, und jetzt mit einer Normalisierung der Kreditrends wieder verschwindet.

Andererseits gibt es Kreditalternativen wie das **Leasinggeschäft**, die weiter rund laufen. Im traditionell schwächsten Quartal des Jahres legte das Mobilitätsleasing mit EUR 10,5 Mrd. (+7% gg. Vj.) das beste Q1-Ergebnis seit 2008 vor – und das trotz eines aufgrund einer Umklassifizierung tendenziell verringerten Marktvolumens. Wachstumstreiber waren hier erneut vor allem Pkw und Produktionsmaschinen. Das Immobilienleasing erfuhr dagegen einen Rückschlag und kam nicht über ein Neugeschäft von EUR 86 Mio. hinaus.

Der Markt für Börsengänge und Kapitalerhöhungen verbuchte einen sehr schwachen Jahresauftakt, denn es fanden praktisch keine nennenswerten **Aktienemissionen** statt. Mit einem Volumen von gerade einmal EUR 244 Mio. wurde zudem der bisher niedrigste Wert seit der Wiedervereinigung unterboten – nicht nur in einem Q1, sondern überhaupt in allen Quartalen. Einmal mehr scheint die Bereitschaft (oder Notwendigkeit) der Unternehmen, extern Eigenkapital aufzunehmen, auch völlig entkoppelt zu sein von der hervorragenden Kursentwicklung der letzten Monate – allein in Q1 erreichte der Dax ein neues Rekordhoch von über 12.000 Punkten. Vieles deutet also auf erhebliche Strukturprobleme am Eigenkapitalmarkt in Deutschland hin.

Einlagenvolumen

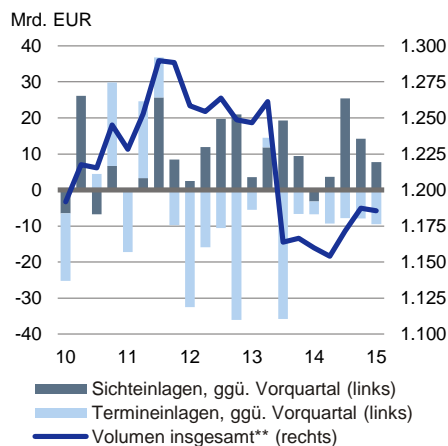
Auf der Einlagenseite verzeichneten die Banken mit deutschen Unternehmen und Selbstständigen zum Jahresstart einen minimalen Rückgang in Höhe von EUR 1,8 Mrd. gegenüber Dezember. Im oft unterdurchschnittlichen ersten Quartal war dieses Minus von lediglich 0,15% jedoch das geringste seit 2009, so dass sich die Wachstumsrate gg. Vorjahr sogar noch auf +1,4% erhöhte. Angesichts des allgemeinen Zinsumfelds bleibt diese Robustheit also weiter bemerkenswert. Innerhalb des Aggregats setzte sich die Substitution von Termin- durch Sichteinlagen unvermindert fort – erstere büßten in Q1 EUR 9,5 Mrd. ein, letztere gewannen dafür EUR 7,7 Mrd. hinzu.



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

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

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Bei den **Kreditvergabebedingungen** wird zwischen den grundsätzlichen Kreditstandards und den konkreten Kreditkonditionen für tatsächlich ausgereichte Kredite unterschieden. Mit Blick auf die Kreditstandards ist in Deutschland seit längerem kaum Bewegung festzustellen – im abgelaufenen Dreimonatszeitraum gab es hier eine minimale Lockerung. De facto rutschen die relevanten Konditionen für die Kunden, die einen neuen Kredit beziehen, aber schon seit einiger Zeit immer weiter ab. Auch in Q1 waren die Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite wieder bei einem Zehntel der Banken (netto) rückläufig. Darüber hinaus wurden die Kreditnebenkosten und Sicherheitenanforderungen von einer gleichen Zahl Banken verringert. Die Änderungen betrafen sowohl das Geschäft mit KMUs als auch mit großen Unternehmen in ähnlichem Maß. Mit Abstand wichtigster Einflussfaktor aus Sicht der Banken war dabei die als verschärft empfundene Wettbewerbssituation.

Im Euroraum als Ganzes war in Q1 eine etwas deutlichere Lockerung der Kreditstandards festzustellen als in Deutschland. Bei den spezifischen Konditionen hielt der Trend zur immer stärkeren Aufweichung der Anforderungen an – die Margen etwa für durchschnittlich riskante Unternehmenskredite sanken bei über einem Drittel aller befragten Banken (der höchste je bei dieser Frage gemeldete Wert seit Beginn des Bank lending surveys 2003). Zudem nahmen die Banken vor allem im Geschäft mit großen Unternehmen auch Erleichterungen bei der möglichen Kredithöhe und Laufzeit, den Covenants und den Kreditnebenkosten vor. Wie bei den deutschen Banken auch, wurde für die Lockerungen insbesondere der gestiegene Wettbewerbsdruck verantwortlich gemacht.

Hinsichtlich der **Kreditnachfrage** berichteten sowohl die deutschen als auch die Euroland-Banken insgesamt von keiner größeren Veränderung in Q1.

Im **laufenden Quartal** erwarten die Banken für Deutschland eine ganz leichte Straffung der Kreditstandards, in der EWU insgesamt gehen sie von Konstanz aus. Auf der Nachfrageseite sind die Banken im Eurogebiet ebenfalls deutlich optimistischer (39% der Befragten gehen von einem Anstieg aus) als die deutschen Institute allein betrachtet (9%).

Zinssätze

Einerseits überrascht es kaum noch (da es zum wiederholten Mal passiert), andererseits ist die Tatsache als solche immer noch bemerkenswert (angesichts des absoluten Niveaus): Erneut ist das Zinsniveau auf ein neues Rekordtief gesunken. Im **Kredit-Neugeschäft** mit Kapitalgesellschaften wurden kleinere Volumina (< EUR 1 Mio.) 0,1 %-Punkte billiger, Großkredite 0,2%-Punkte. Sie kosten damit im Durchschnitt lediglich noch 2,6% bzw. 1,5%; das ist weniger als die Hälfte bzw. bloß noch ein Drittel des Durchschnitts der Jahre 2000-07. Bei den unterschiedlichen Zinsbindungsfristen lässt sich ein Paradoxon beobachten, das nur durch das generell extrem verzerrte Zinsumfeld erklärbar scheint: Die Zinsen für Kredite mit mittlerer Zinsbindung (1-5 Jahre) sind mit 2,2% um einiges höher als die für längere Zinsbindungsfristen (1,75%) – sonst ein üblicherweise auf dem Höhepunkt eines Booms auftretendes Phänomen. Bei letzteren war das Abrutschen in Q1 darüber hinaus am stärksten. Zinsen auf **Termineinlagen** bröckelten 5 Bp. ab auf 18 Bp., die für **Sichteinlagen** auf ganze 7 Bp. – „selbstverständlich“ beides Allzeittiefs. Spannend wird sein, ob die Banken in Q2 einen Teil des jüngsten plötzlichen Anstiegs der Referenzzinssätze an ihre Firmenkunden weitergeben – Skepsis scheint jedoch angebracht, nicht zuletzt da der Rückgang bei den Renditen deutscher Staatsanleihen im letzten Jahr noch viel stärker ausgeprägt war als bei den Zinsen für Unternehmenskredite.

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

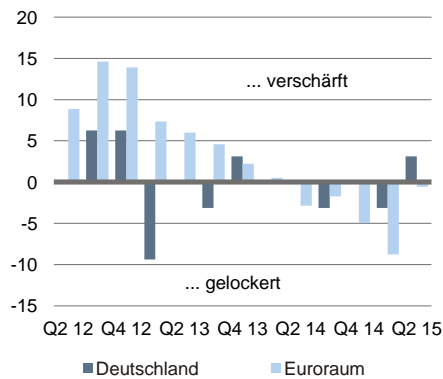
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

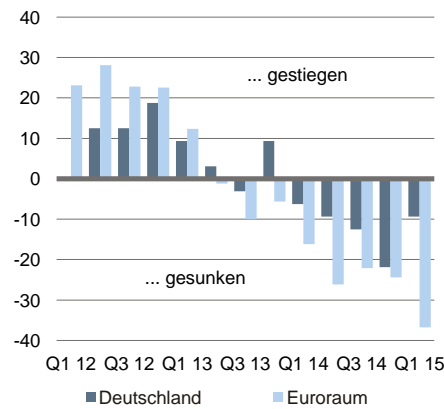


* Q2 15 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

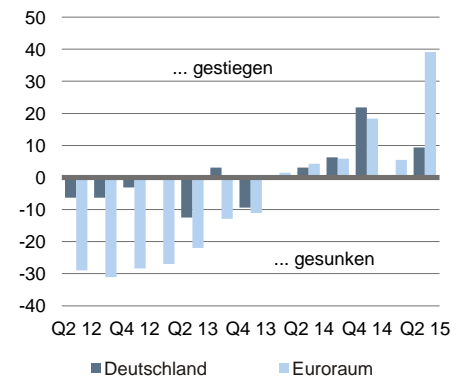
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

12

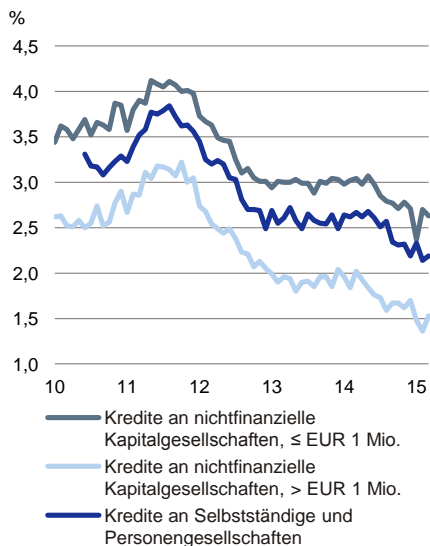


* Q2 15 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

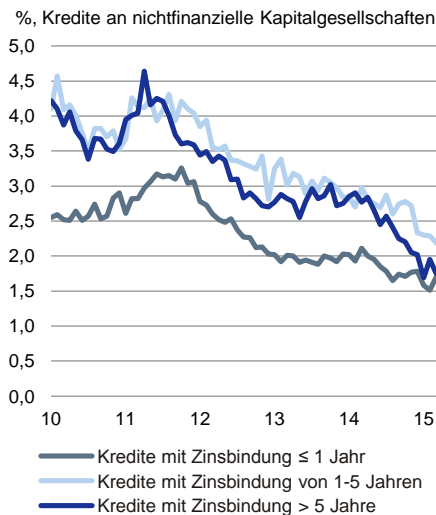
13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

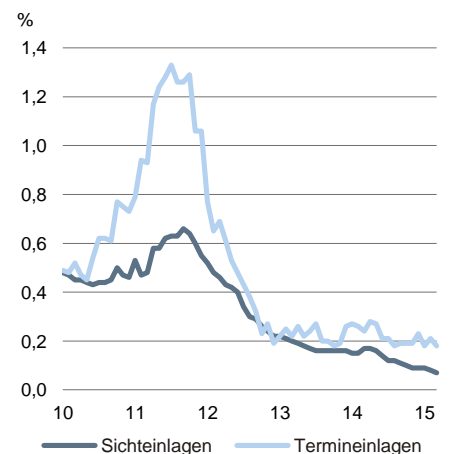
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB

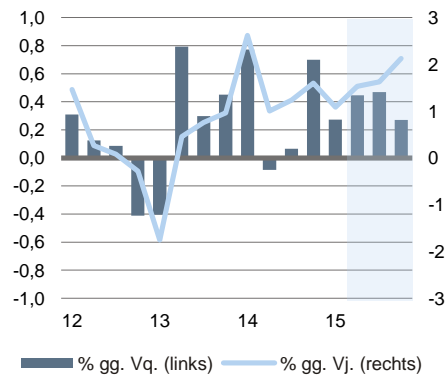


Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Deutsche Konjunktorentwicklung

16

Reales BIP (% gg. Vq.; % gg. Vj.)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

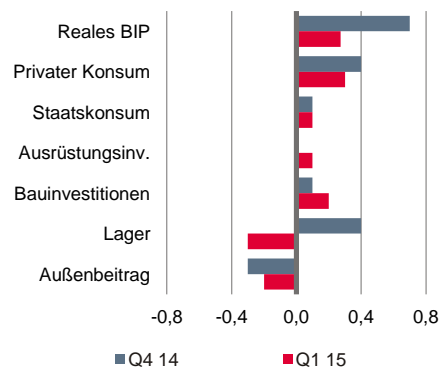
Revision der BIP-Prognose 2015 auf 1,6%, aber robustes zugrundeliegendes Wachstum

- Die deutsche Wirtschaft wuchs im ersten Quartal mit nur 0,3% gg. Vj. schwächer als erwartet und schwächte sich gegenüber dem starken Wachstum im vierten Quartal ab (+0,7% gg. Vq.). Alleiniger Wachstumstreiber war die Binnenwirtschaft. Der private Konsum expandierte weiter kräftig, begünstigt durch den niedrigen Ölpreis, die positive Arbeitsmarktentwicklung und die hohe Nettozuwanderung. Die Bruttoinvestitionen waren insgesamt wachstumsneutral, da der Lagerabbau den Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen kompensierte. Die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen legten zu. Vom Außenhandel kamen im ersten Quartal negative Wachstumsimpulse.
- Durch diesen schwachen Start ins Jahr haben wir kürzlich unsere BIP-Prognose für das Jahr 2015 auf 1,6% gesenkt, was dem Wachstum des Vorjahres entspricht. Die zugrundeliegende solide binnenwirtschaftliche Wachstumsdynamik sehen wir aber weiter als intakt an.
- Alleiniger Wachstumstreiber dürfte 2015 die Binnenwirtschaft sein. Der private Konsum dürfte mit etwas mehr als 2% so stark wie seit 3 Jahren nicht mehr wachsen. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften sich im Jahr 2015 – hauptsächlich in der Form von Ersatzinvestitionen – moderat erholen. Bauinvestitionen dürften dank eines dynamischen Wohnungsbaus solide wachsen. Die Nettoexporte werden wohl wachstumsneutral sein.

Privater Konsum anhaltend stark in Q1

17

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

Q1 2015: Allein binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum zum Jahresstart (+0,3% gg. Vq.)

Die deutsche Wirtschaft startete mit einem Wachstum von nur 0,3% gg. Vq. schwächer als erwartet ins Jahr 2015 (Reuters Konsensus der Erstmeldung: +0,4% - +0,9% gg. Vq.; DB: +0,6% gg. Vq.). Zurück geht diese Enttäuschung auf die Schwäche bei der Lagerkomponente und den Nettoexporten. Im Quartal zuvor lag das Wachstum aber bei 0,7% gg. Vq., was die Stagnationsphase über den Sommer 2014 schlagartig beendete und für ein immer noch kräftiges Wachstum von durchschnittlich ½% über das Winterhalbjahr sorgte. Im Vergleich zum Vorjahresquartal schwächte sich das Wachstum nach 1,6% im Q4 auf 1,1% ab.

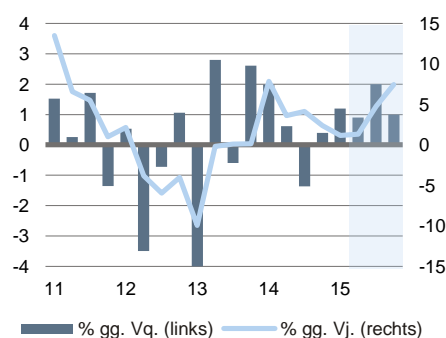
Die **Stärke der Binnenwirtschaft** im ersten Quartal steht im Einklang mit unserer Erwartung eines fortgesetzten binnenwirtschaftlich getriebenen Wachstums. Der internationale Gegenwind durch die hohen geopolitischen Risiken und die weiter zum Teil strukturell bedingte schwache Entwicklung des Welthandels belastete jedoch weiter die Nachfrage nach deutschen Produkten im Ausland und damit die Bereitschaft der deutschen Unternehmen ihre Kapazitäten zu erhöhen.

Alleiniger Wachstumstreiber war im ersten Quartal die Binnenwirtschaft (Wachstumsbeitrag: 0,5%-Punkte). Der **private Konsum** glänzte erneut (0,6% gg. Vq.; nach 0,7% Vq. jeweils in Q4 und Q3). Dies geht auf die positive Arbeitsmarktentwicklung und die Realeinkommensgewinne dank des niedrigen Ölpreises zurück:

- Der Ölpreis fiel im ersten Quartal über 22% gg. Vq., was für einen Rückgang der Energiekomponenten im HVPI von rund 5% gg. Vq. sorgte. Ceteris paribus bedeutet dies bei einem Anteil von 10% am Warenkorb eine Ersparnis von 0,5% gg. Vq. bei den nominalen Konsumausgaben der privaten Haushalte.

Zweiter Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen in Folge in Q1

18



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

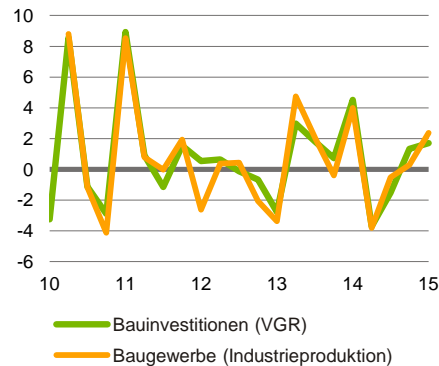


Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Milde Witterung günstig für Bauinvestitionen in Q1 2015

19

% gg. Vq. (reale Werte)

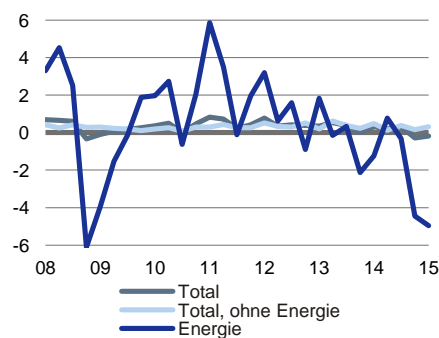


Quelle: Statistisches Bundesamt

Erneut deutlicher Energiepreisrückgang in Q1 2015

20

% gg. Vq. (ssb.)

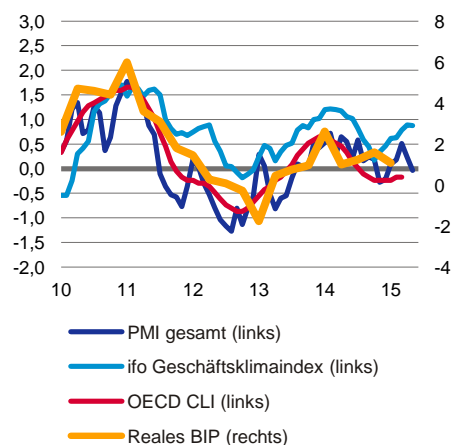


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

BIP Wachstum und Frühindikatoren

21

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



Quellen: Markit, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt

Die Beschäftigung verharrte im ersten Quartal auf einem historischen Höchststand von 42,72 Millionen Personen, stieg aber im Vorquartalsvergleich nur noch marginal an. Die Erwerbsquote lag bei 54,1% und die Erwerbslosenquote fiel auf 4,5%. Die Arbeitnehmerentgelte je Stunde stiegen um 0,5% gg. Vq., was angesichts des leichten Rückgangs der Verbraucherpreise (-0,2% gg. Vq.) zu soliden Reallohnerhöhungen führte. Zudem dürfte die Wirkung des Mindestlohns zunächst positiv gewesen sein, da anfänglich der positive Einkommenseffekt den negativen Beschäftigungseffekt überwiegen dürfte. Erste negative Beschäftigungsanpassungen zeigten sich aber bei dem zeitgleich mit der Mindestlohneinführung stattgefundenen deutlichen Rückgang bei den geringfügig entlohnt Beschäftigten.

Die Nettozuwanderung erhöhte sich im Jahr 2014 erneut auf wahrscheinlich über 500.000 Personen. Hauptherkunftsländer waren Rumänien, Polen und Bulgarien, wobei der hohe Zustrom aus Rumänien und Bulgarien auf die Öffnung des deutschen Arbeitsmarktes für diese Länder zurückzuführen ist.

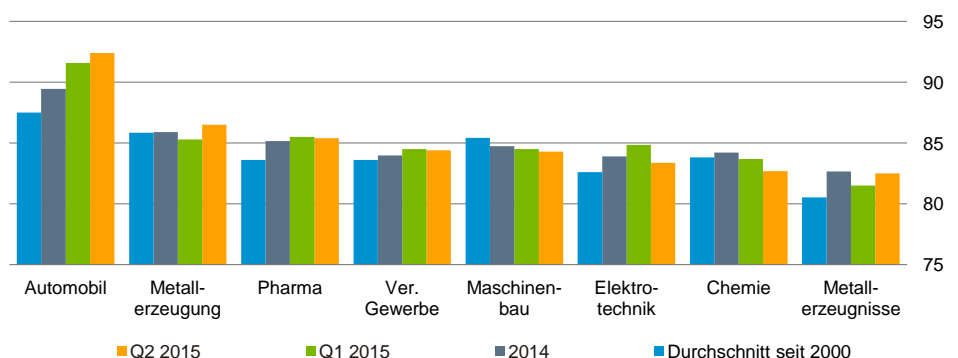
Im Vergleich zum Vorjahr stiegen die realen Konsumausgaben vor allem für übrige Verwendungszwecke (bspw. Gesundheitspflege, Bildungswesen, Versicherungs- und Finanzdienstleistungen), Verkehr und Nachrichtenübermittlung sowie Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren.

Die **Bruttoinvestitionen** waren im ersten Quartal insgesamt wachstumsneutral. Der deutliche **Lagerabbau** kompensierte den Anstieg der **Bruttoanlageinvestitionen**, die das zweite Quartal in Folge stiegen. Die **Bauinvestitionen** expandierten begünstigt von der milden Witterung um 1,7% gg. Vq. Bei den Nichtwohnbauten war der Anstieg stärker als bei den Wohnbauten (2,3% vs. 1,3% gg. Vq.). Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen beschleunigte sich etwas (+1,5% gg. Vq.). Zum Großteil dürften dies weiter Ersatzinvestitionen gewesen sein, da die Unternehmen bei einer Kapazitätsauslastung nur etwas über dem historischen Durchschnitt (Q2: 84,4 vs. 83,6%) erhöhten geopolitischen Risiken, einem schwachen Welthandel und dämpfender Wirtschaftspolitik der Großen Koalition weiter vorsichtig agierten. Unter den Sektoren stach der Automobilsektor mit einer Auslastung von 92,4% positiv hervor. Der deutsche Automobilbau profitierte von der wieder anziehenden Nachfrage in Westeuropa und Deutschland. Die anhaltend gute Autokonjunktur in den USA sorgte zusammen mit der EUR-Schwäche für eine kräftige Nachfrage. Deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt war die Kapazitätsauslastung im Maschinenbau. Hier dämpfte vor allem die gefallene Nachfrage aus vielen Ölstaaten. Die Auslastung im Chemiesektor blieb weiter schwach.

Auslastung der Industrieunternehmen in Q2 leicht gefallen, aber weiter über langfristigem Durchschnitt

22

Kapazitätsauslastung, sb., %



Quelle: ifo

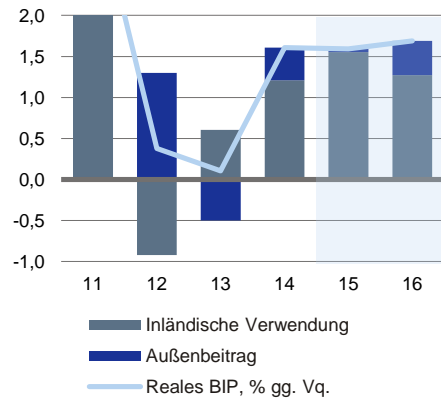


Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Binnenwirtschaft Hauptwachstumstreiber

23

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

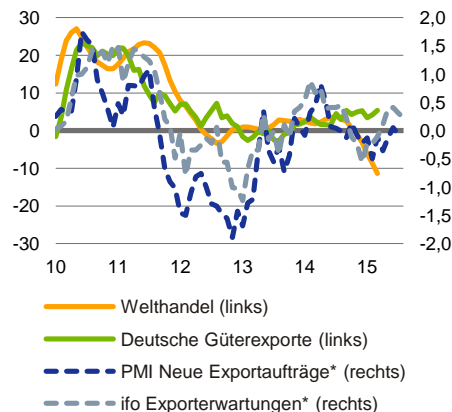


Quelle: Statistisches Bundesamt

Stimmungsindikatoren für den Export zuletzt wieder gefallen

24

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



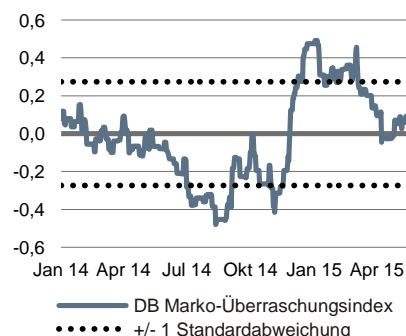
* Vorlauf von 3 Monaten

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

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland wieder im neg. Bereich

25

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

Vom **Außenhandel** kamen im ersten Quartal negative Wachstumsimpulse. Die preisbereinigten Exporte stiegen mit 0,8% gg. Vq. merklich langsamer als die Importe mit 1,5% gg. Vq. Somit dämpfte der Nettoexport das Q2 BIP-Wachstum um 0,2%-Punkte. Die Nachfrage nach deutschen Produkten – insbesondere Autos – war besonders stark aus den USA, während sich die Exporte in die OPEC-Länder, nach Russland und nach Asien relativ schwach entwickelten. Die Exporte nach Russland, die mittlerweile weniger als 2% der Gesamtexporte ausmachen, lagen im März 35% unter dem Vorjahresniveau.

Weiter solides binnenwirtschaftliches Wachstum in Q2

Im zweiten Quartal dürfte das Wachstum weiter von der Binnenwirtschaft getrieben sein und vom Außenbeitrag kaum Impulse kommen. Wir erwarten ein solides Wachstum von 0,4% gg. Vq., was im Einklang mit den Stimmungskennzeichen steht.

Abwärtsrevision unserer BIP-Prognose für 2015 auf 1,6%

Durch den merklich schwächer als erwarteten Start der deutschen Wirtschaft ins Jahr 2015 haben wir kürzlich unsere BIP-Prognose für 2015 von 2,0% auf 1,6% revidiert. Die etwas schwächere Entwicklung der deutschen Konjunktur spiegelt sich auch im Fallen des DB Makro-Überraschungsindex vom relativ hohen Niveau zum Zeitpunkt der letzten Veröffentlichung des Monitors Unternehmensfinanzierung Anfang März in den negativen Bereich Ende Mai. Zwar dürften der weiter deutlich unter dem Vorjahresniveau liegende Ölpreis und eine anhaltend solide Entwicklung des Arbeitsmarktes für eine Fortsetzung des konsumgetriebenen Wachstums sorgen. Die externen Impulse werden jedoch wahrscheinlich weiter äußerst verhalten ausfallen.

Wir erwarten folglich, dass der alleinige Wachstumstreiber im Jahr 2015 die Binnenwirtschaft sein dürfte. Der **private Konsum** wird mit etwa 2% wahrscheinlich so stark ausfallen wie seit 3 Jahren nicht mehr. Die Beschäftigung dürfte im Jahresdurchschnitt dank der zugrundeliegenden soliden Konjunktorentwicklung und der anhaltend hohen Nettozuwanderung ein neues Rekordniveau erreichen, die Dynamik aber immer mehr durch den Mindestlohn gedämpft werden. Die Arbeitslosenquote wird im Jahresdurchschnitt wohl auf 6,5% fallen (2014: 6,7%). Mit etwa 3% dürften die Tariflöhne dieses Jahr deutlich steigen. In realer Rechnung ergibt sich sogar der höchste Zuwachs seit 20 Jahren. Die bedeutendsten Abschlüsse der Tarifrunde 2015 gab es bisher im öffentlichen Dienst der Länder, in der Metall- und Elektroindustrie und der chemischen Industrie. Das Streikvolumen dürfte 2015 deutlich steigen und deutet auf einen kampfeslustigeren Kurs von Seiten der Sparten-Gewerkschaften häufig mit Spezialthemen. Durch die Einführung des Mindestlohns dürften die Arbeitnehmerentgelte mit 4 bis 4 ½% sogar noch stärker steigen als die Tariflöhne.

Die deutschen **Exporte** werden sich angesichts der erwarteten schwachen Entwicklung der Weltwirtschaft und des strukturell gedämpften Welthandels wahrscheinlich weiter verhalten entwickeln. Frühindikatoren deuten für die nächsten Monate im besten Fall auf eine Seitwärtsbewegung hin. Etwas profitieren dürften die deutschen Exporte aber durch den schwächeren Euro. Im Jahresdurchschnitt erwarten wir ein Exportwachstum von etwas unter 5%. Die Importe dürften in Folge der kräftigen Konsumnachfrage der privaten Haushalte um fast 6% steigen. Die Nettoexporte dürften damit im Jahr 2015 wachstumsneutral sein.

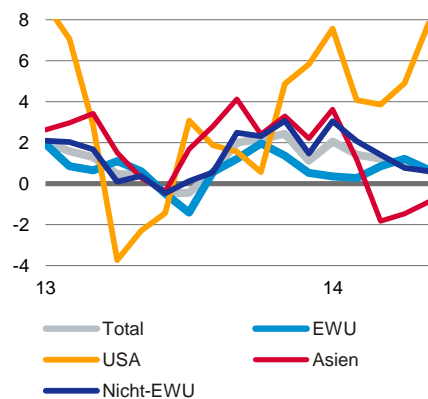


Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

USA Stütze für deutsche Exporte

26

Veränderung (3M vs. 3M davor, %)

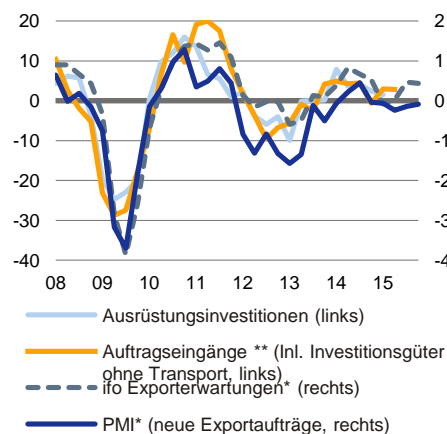


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten

27

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



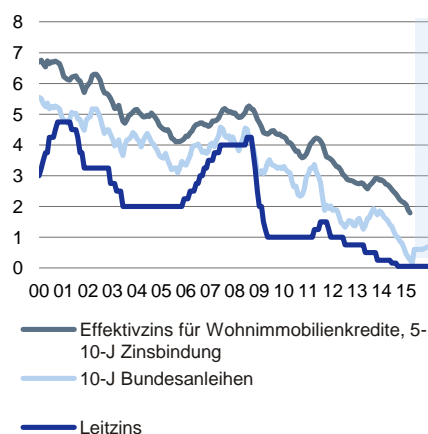
*Vorlauf von *2Q **1Q

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

Baufinanzierung: Weiterhin niedriges Zinsniveau

28

in %



Quellen: Bundesbank, EZB, Deutsche Bank Research

Ausrüstungsinvestitionen: Fortsetzung der moderaten Erholung

Für Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge bleibt das Umfeld angesichts der nur verhaltenen internationalen Impulse, der nur leicht über dem langfristigen Durchschnitt liegenden Kapazitätsauslastung und der dämpfenden Effekte der heimischen Wirtschaftspolitik (Kosteneffekte der Energiewende, des Mindestlohns und der Rentenreform) angespannt. Das leicht stärkere Exportwachstum, die erwartete langsam steigende Kapazitätsauslastung und das anhaltend extrem niedrige Zinsniveau sprechen aber für eine Fortsetzung der moderaten Erholung der Ausrüstungsinvestitionen im weiteren Jahresverlauf. Im Jahresdurchschnitt 2015 dürften die Ausrüstungsinvestitionen um fast 4% steigen, nach 4,3% im Vorjahr.

Günstiges Umfeld für Bauinvestitionen

Die **Bauinvestitionen** dürften 2015 um rund 2,7% zulegen (2014: 3,4%). Dank historisch niedriger Kreditzinsen (1,79%, Zinsbindung 5-10J.), geringerer Renditen alternativer Anlageklassen, guter Arbeitsmarktlage und erhöhter Nettozuwanderung dürfte sich der **Wohnungsbau**, der 60% der Bauinvestitionen ausmacht, weiter positiv entwickeln. Zudem dürften sich die geplanten zusätzlichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen bei den staatlichen Bauinvestitionen niederschlagen.

Anstieg der Immobilienpreise hält etwas abgeschwächt an

Etwas abgeschwächt dürfte sich die seit Anfang 2008 andauernde Aufwärtsbewegung der **Immobilienpreise** fortsetzen. Deutschlandweit lagen die Preise 2014 etwa 5 ¼% über dem Vorjahresniveau (2013: 7 ¼%). Für die „Top-7“-Städte lagen die Erhöhungen sogar bei 6,2% (2013: 9,1%). Dämpfend wirkt jedoch die Angebotsausweitung. Die Anzahl der Baugenehmigungen stieg im Jahr 2014 auf rund 285.000 (2013: 270 Tsd.) und deutet auf eine anhaltende Ausweitung der Fertigstellungen von Wohneinheiten hin (2013: rund 215 Tsd.). Die Nachfrage dürfte angesichts der günstigen Finanzierungsbedingungen, der geringen Rendite alternativer Anlagen, der hohen Nettozuwanderung sowie der weiteren Urbanisierung und der verringerten Haushaltsgröße hoch bleiben. Insgesamt dürfte sich der Preisdruck moderat abschwächen, und im Bundesdurchschnitt sind bisher keine Übertreibungen feststellbar. Bei den Hypothekenkrediten ist zuletzt ein leichtes Anziehen auf etwa 3% gg. Vj. zu beobachten.

Mit dem etwas verlangsamt Anstieg der Immobilienpreise fiel der Anstieg der Kaltmieten (ohne Energie, 21% am CPI) ebenfalls geringer aus. Sie stiegen zuletzt um 1,3% gg. Vj. (April). Zwischen den einzelnen Bundesländern sind die Unterschiede allerdings erheblich (0,5% gg. Vj. in Brandenburg vs. 1,8% in Hessen) und größere Mieterhöhungen kommen zumeist nur regional begrenzt in den Ballungszentren vor.

Tiefpunkt bei Inflation durchschritten

Die kräftigen Schwankungen des Ölpreises bestimmten im vergangenen halben Jahr maßgeblich die Entwicklung der Konsumentenpreise. Durch den starken Rückgang des Ölpreises auf das Tief von 40 EUR/Bbl. (Brent) Mitte Januar fielen die Preise zwischenzeitlich um 0,3% gegenüber dem Vorjahr. Seitdem setzte eine volatile Erholung des Ölpreises ein und die Abschwächung des Euro erhöhte die importierte Inflation. Zusammen mit einer konstanten Kerninflation von 1,0% gg. Vj. führte dies zu einer leichten Erhöhung der Inflation auf zuletzt 0,5% gg. Vj. Im Jahresdurchschnitt dürften die Konsumentenpreise um 0,3% steigen (2014: 0,9%).

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

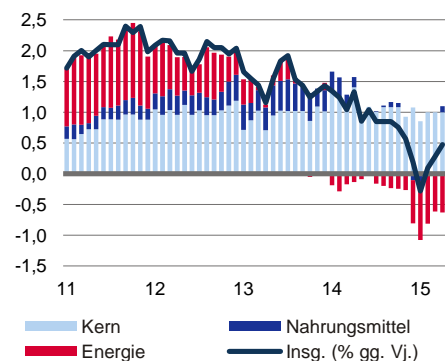


Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Energie dämpfte Preisanstiege zuletzt etwas weniger

29

Wachstumsbeiträge %-Punkte; % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten

30

% gg. Vj.

BIP
Privater Konsum
Staatsausgaben
Anlageinvestitionen
Ausrüstungen
Bau
Lager, %-Punkte
Exporte
Importe
Nettoexport, %-Punkte

	2012	2013	2014	2015P	2016P
BIP	0,4	0,1	1,6	1,6	1,7
Privater Konsum	0,7	0,8	1,1	2,1	1,0
Staatsausgaben	1,2	0,7	1,2	1,7	0,4
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,6	3,3	2,8	2,7
Ausrüstungen	-3,1	-2,4	4,3	3,9	3,7
Bau	0,6	-0,1	3,4	2,7	3,1
Lager, %-Punkte	-1,4	0,2	-0,3	-0,2	0,1
Exporte	2,8	1,6	3,8	4,7	5,0
Importe	0,0	3,1	3,5	5,8	4,4
Nettoexport, %-Punkte	1,3	-0,5	0,4	0,0	0,4

Konsumentenpreise*
Arbeitslosenquote, %
Industrieproduktion
Budgetsaldo, % BIP
Öff. Schuldenstand, % BIP
Leistungsbilanzsaldo, % BIP
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.

Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,3	1,5
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,5	6,5
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,5	1,7	2,2
Budgetsaldo, % BIP	0,1	0,1	0,6	0,6	0,7
Öff. Schuldenstand, % BIP	79,0	76,9	73,3	69,6	66,0
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,8	6,5	7,6	8,0	7,8
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	187	182	220	239	244

*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 2015. 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 Limited, Tokyo Branch, 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.