



## Monitor Unternehmensfinanzierung

# Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

3. Quartal 2015

17. Dezember 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](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

## Unternehmensfinanzierung

**Kreditgeschäft und Finanzierungsalternativen treten auf der Stelle.** Die Unternehmensfinanzierung in Deutschland hat sich im dritten Quartal bemerkenswert entwickelt: Sowohl die Kreditvergabe als auch die meisten anderen Finanzierungsformen schnitten relativ schwach ab, dafür stieg das Einlagenvolumen trotz Niedrigstzinsen stark an.

Die Kredite an Unternehmen und Selbstständige blieben im Quartalsvergleich stabil, die Jahreswachstumsrate lag bei gerade einmal 0,9%. Das Geschäft mit vielen Industriebranchen und auch dem Dienstleistungssektor war leicht rückläufig; mit der Landwirtschaft, den Versorgern und dem Handel überzeugte es jedoch. Gut lief es einmal mehr für die Genossenschaftsbanken und Sparkassen, während die privaten Kreditbanken und Landesbanken einen Rückschlag erlitten. Die Kreditzinsen stiegen erstmals nach langer Zeit wieder etwas an, dagegen wurde auf der Einlagenseite ein neues Rekordtief markiert. Die Banken berichteten von weiter sinkenden Margen aufgrund des noch intensiver werdenden Wettbewerbs.

Bei den Finanzierungsalternativen war die Nettoemission von Anleihen überraschend negativ und auch das Aktiengeschäft fiel weitgehend in die Lethargie zurück. Nur im Leasing wurden wieder sehr gute Ergebnisse erzielt.

## Konjunktur

**Konsum zeigt Stärke in Q3 – außenwirtschaftliches Umfeld und Investitionen enttäuschen.** Angesichts der schwachen Weltkonjunktur und geopolitischer Unsicherheiten zeigte sich die deutsche Konjunktur mit einem Wachstum von +0,3% gg. Vq. widerstandsfähig. Die Binnenwirtschaft war durch den starken privaten und staatlichen Konsum die alleinige Wachstumsstütze. Die Bruttoinvestitionen trugen insgesamt nur aufgrund eines Lageraufbaus zum Wachstum bei, die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen gingen zurück. Das außenwirtschaftliche Umfeld kostete Wachstum.

In Q4 dürfte der Hauptwachstumsimpuls weiter von der Binnenkonjunktur kommen. Die Exportdynamik wird wahrscheinlich blutleer bleiben, so dass die Nettoexporte das Wachstum erneut dämpfen. Per Saldo rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung des BIP-Wachstums.

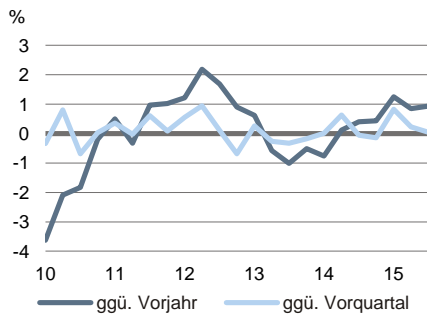
Für das Jahr 2016 erwarten wir eine Wachstumsbeschleunigung auf 1,9% (2015: 1,7%), dabei spielt der Flüchtlingszustrom über den zusätzlichen Impuls auf den privaten Konsum eine wichtige Rolle. Das binnenwirtschaftlich getriebene Wachstum des zweiten Halbjahres 2015 dürfte sich im Jahr 2016 fortsetzen und das außenwirtschaftliche Umfeld herausfordernd bleiben, was für eine weiter verhaltene Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen spricht. Die Bauinvestitionen dürften sich aufgrund der günstigen Fundamentalfaktoren und wegen öffentlicher Infrastrukturinvestitionen wieder etwas beleben.



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

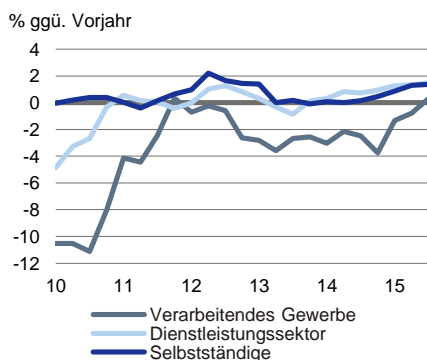
Im dritten Quartal stagnierte das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland (bei einem Kreditbestand von EUR 1.180 Mrd. gab es genaugenommen ein minimales Plus von EUR 0,4 Mrd.). Gegenüber dem Stand vor einem Jahr blieb die Wachstumsrate ebenfalls praktisch unverändert bei 0,9%. Angesichts anhaltend schwacher Investitionen und einer nachlassenden Dynamik auch im Außenhandel überrascht diese Entwicklung allerdings kaum (zu den Details des Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Im **Euroraum** insgesamt schrumpfte das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen im dritten Quartal erneut leicht, um 0,7%, so dass der Kreditbestand knapp unter dem Vorjahreswert verharrte (-0,4%). Nichtsdestoweniger scheint zumindest der jahrelange Abwärtstrend 2015 gestoppt worden zu sein.

Mit Blick auf die verschiedenen **Sektoren** in Deutschland hielt die jüngste Konvergenz an – die Kreditvergabe an das Verarbeitende Gewerbe drehte gegenüber dem Vorjahr knapp ins Plus (mit 0,3% war es überhaupt erst das zweite positive Quartal seit 2009), obwohl im Dreimonatsvergleich sogar wieder ein leichtes Minus von EUR 0,5 Mrd. zu verzeichnen war. Ähnlich das Bild beim Dienstleistungssektor – die Wachstumsrate ggü. Vj. stieg etwas auf 1,5%, trotz eines Rückgangs von EUR 1,7 Mrd. während des dritten Quartals. Die Kredite an Selbstständige legten dagegen auch in Q3 zu; der Anstieg um EUR 1,6 Mrd. hob den Vergleich mit September 2014 auf +1,4%. In diesem außerordentlich stabilen Marktsegment hat das Kreditvolumen mit EUR 395 Mrd. bereits den höchsten Wert seit 2006 (!) erreicht.

### ... nach Branche

2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bei den einzelnen Wirtschaftsbranchen verbuchten die meisten klassischen Industrien ein Schrumpfen der Kreditfinanzierung. Das gilt sowohl für Maschinenbau/Auto (-0,8% ggü. Vj.) als auch Metall (-0,3%) und Elektrotechnik (-2,7%). Als einzige unter den großen Industriezweigen expandierten die Kredite an die Chemie (+1,4%). Außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes sah es deutlich besser aus. Das Kreditbuch mit Versorgern/Bergbau (+1,1%) und dem Handel (1,6%) erholte sich jeweils vom jüngsten Rückschlag, während auf dem Bau (0,4%) und in der Landwirtschaft (1,8%) der Aufwärtstrend anhielt. Sowohl Versorger/Bergbau als auch Landwirtschaft erzielten sogar abermals ein Rekordvolumen – erstere schafften zum zweiten Mal den Sprung über die Marke von EUR 100 Mrd., letztere erstmals den Sprung über EUR 50 Mrd. Nur beim Verkehr hielt die Abwärtstendenz an (-2,3% ggü. Vj.).

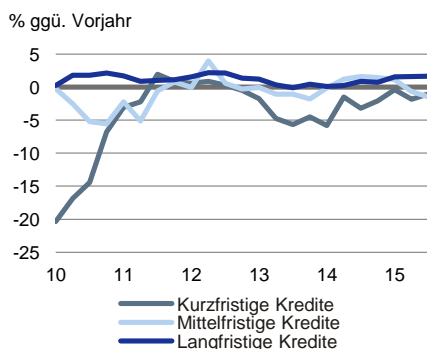
Beim insgesamt eher durchwachsenen Abschneiden der Dienstleistungen mussten die unternehmensnahen Dienstleistungen (Telekom/Beratung/Werbung) mit -1,3% zum ersten Mal seit sechs Quartalen ein Minus hinnehmen. Auf der anderen Seite legten die immobiliennahen Branchen weiter zu (Wohnungsunternehmen um 0,3%; Gewerbeimmobilienfirmen um 0,8% – das stärkste Wachstum seit viereinhalb Jahren) und Tourismus/Gastronomie konnte sich sogar erstmals seit 1996 (!) über einen Zuwachs in einem dritten Quartal freuen (+0,3%). Das Kreditgeschäft mit dem Gesundheitssektor bleibt weiter sehr stabil; in Q3 gab es nach vier leichten Quartalsrückgängen am Stück mal wieder einen Anstieg von 0,6%.

Die Entwicklung differenziert nach **Fristigkeiten** fiel einmal mehr relativ wenig aufregend aus. Langfristige Ausleihungen setzten ihren Wachstumskurs fort (+0,6%; das beste Ergebnis seit Frühjahr 2012), wohingegen Laufzeiten unter fünf Jahren, das heißt mittel- wie kurzfristige Kredite (-0,8% bzw. -2,3%), rückläufig waren.

Interessanter war erneut das Abschneiden der verschiedenen **Bankengruppen**. Hier konnten sich nach der Konvergenz der letzten Quartale in Q3 die Verbände

### ... nach Fristigkeit\*

3

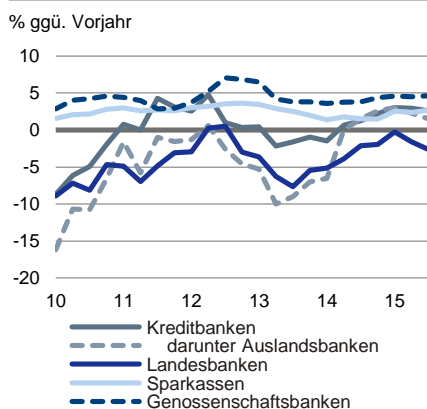


\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### ... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

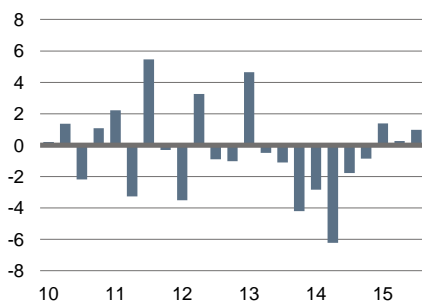


## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5

Mrd. EUR

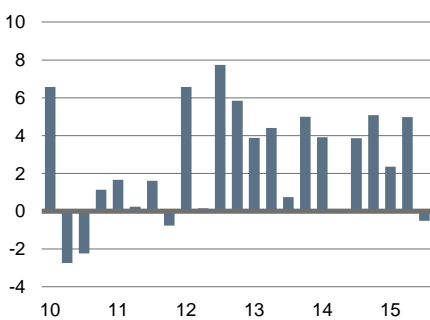


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6

Mrd. EUR

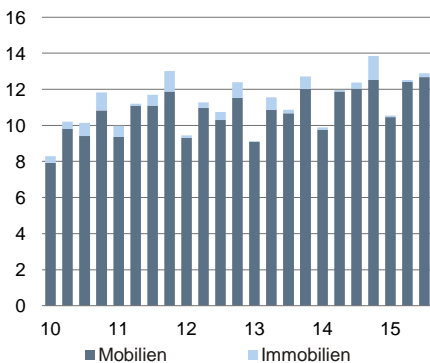


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Leasinggeschäft, Neuvolumen

7

Mrd. EUR

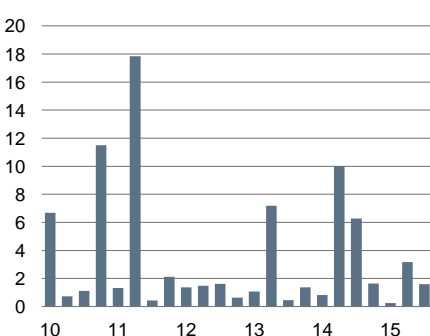


Quelle: BDL

### Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8

Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

von Sparkassen (+0,7% ggü. Vq.) und Genossenschaftsbanken (1,2%) mit einem höheren Kreditvolumen u.a. bei Wohnungsunternehmen wieder etwas von der Konkurrenz absetzen – was aber vor allem an der Schwäche der Wettbewerber und weniger der eigenen Stärke lag. So mussten die privaten Kreditbanken nach sechs Quartalen in Folge im Plus einen herben Rückschlag verkraften, und zwar sowohl die inländischen Institute (-0,2%) als auch die Auslandsbanken (-0,4%). Desgleichen erwischte es auch die Landesbanken (-0,8%) und die Förderbanken (-2,2%) – für letztere war es sogar das kräftigste Minus seit 2008, getrieben vor allem von einem Einbruch im Geschäft mit Beteiligungsgesellschaften. Die Landesbanken ihrerseits stehen mittlerweile wieder auf dem Niveau von 1997: Zum zweiten Mal seit 2008, dem Ende ihrer letzten nennenswerten Wachstumsphase, hatten sie sich nach jahrelangem Schrumpfungsprozess wieder in eine gewisse Stabilität zurückgekämpft, nur um im Anschluss einen erneuten Rückfall hinnehmen zu müssen. Der Abstand zur Konkurrenz ist im letzten halben Jahr jedenfalls wieder größer geworden. Insgesamt hat sich das Bild eines Marktes der drei Geschwindigkeiten verfestigt: An der Spitze liegen mit rund 4,5% Wachstum ggü. Vj. die Genossenschaftsbanken, im Mittelfeld mit gut 2,5% Sparkassen und Kreditbanken, und das Schlusslicht bilden Landesbanken und Förderbanken, die beide ihr Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen zurückfahren.

### Andere Finanzierungsquellen

In Q3 ließ sich nicht wie sonst öfter bei schwacher Kreditentwicklung ein deutlich besseres Abschneiden der alternativen Finanzierungsformen beobachten.

Zumindest der leichte Aufschwung bei **Commercial Paper** hielt mit einem Quartalsanstieg von EUR 1 Mrd. an. Es deutet somit vieles auf das erste Wachstum in einem Gesamtjahr seit 2011 hin, trotz des wenig förderlichen Zinsumfelds, das vor allem längerfristige Finanzierungen begünstigt.

Ausgesprochen enttäuschend verlief die Emission von **Unternehmensanleihen**, die netto sogar negativ war (EUR -0,5 Mrd.) und damit den schlechtesten Wert seit vier Jahren einfuhr. Gleichzeitig ist ein positiveres Umfeld für Anleihen als in diesem Jahr – mit Extremzinsen, dem Ankaufprogramm der EZB und soliden Fundamentaldaten der deutschen Unternehmen – kaum vorstellbar. Angesichts international voraussichtlich bald wieder steigender Zinsen aufgrund der Zinswende in den USA dürften die Bedingungen für die Kapitalaufnahme am Kapitalmarkt in den nächsten Jahren jedenfalls nicht mehr ganz so rosig sein. Im Euroraum insgesamt erholte sich das Emissionsgeschäft in Q3 hingegen vom sehr schwachen Vorquartal und kam auf ordentliche EUR 15,7 Mrd. Die Vorzeichen zwischen Deutschland und Euroland insgesamt haben sich also in diesen beiden Quartalen komplett gedreht.

Unverändert schwungvoll bleibt der deutsche **Leasingmarkt**. Obwohl das beste Vierteljahr üblicherweise erst das vierte ist, kam das Mobilienleasing auch im Zeitraum zwischen Juni und September schon auf den besten Wert seit 2008. Das Volumen der Neuabschlüsse lag mit EUR 12,7 Mrd. 5,3% über Vorjahr und profitierte dabei von einem Boom beim Pkw-Leasing. Zuwächse verzeichneten auch Büroelektronik und Maschinen, während es bei Nicht-Straßenfahrzeugen einen Einbruch gab. Im Immobilienleasing ging das (ohnehin volatile) Geschäft stark auf nur noch EUR 208 Mio. zurück.

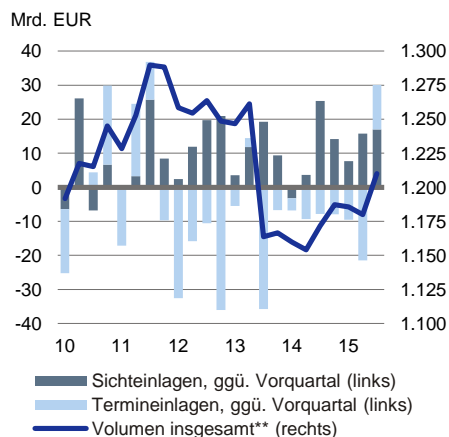
**Aktienemissionen** an deutschen Börsen erzielten im 3. Quartal mit einer Höhe von EUR 1,6 Mrd. gemessen an den eigenen Maßstäben ein „normales“ Resultat. Was sich bereits beim Höhenflug des Marktes zuvor zeigte, bewahrheitete sich erneut, dieses Mal in den Turbulenzen des Spätsommers – deutsche Unternehmen bitten ihre Aktionäre nicht nur selten um frisches Kapital, sondern lassen sich dabei offenbar auch weder im Guten noch im Schlechten von Kursbewegungen gravierend beeinflussen.



## 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

### Einlagenvolumen

Paradoxerweise haben Unternehmen und Selbstständige in Deutschland selbst bei noch unattraktiver werdenden Konditionen wieder mehr Geld zu den Banken gebracht – genau genommen war das abgelaufene Quartal mit einem Zufluss an Einlagen von netto EUR 30,1 Mrd. sogar das zweitbeste seit der Finanzkrise. Die Überraschung lag aber weniger im erneuten Anstieg der Sichteinlagen (EUR 17 Mrd.), sondern eher im Plus bei den Termineinlagen (EUR 13,1 Mrd.), die zuvor stetig geschrumpft waren. Das Einlagenwachstum insgesamt hat, trotz widriger Rahmenbedingungen, mit 2,5% ggü. Vj. das höchste Tempo seit 2011 erreicht. Gründe dürfte vor allem ein Mangel an Alternativen und große Unsicherheit und Risikoaversion unter den Entscheidern in den Firmen sein (weswegen zum Beispiel größere Investitionen unterbleiben).

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmenskredite in Deutschland blieben im letzten Quartal nach Angaben der Banken unverändert, und zwar für alle Arten von Krediten und Kreditnehmern. Bei den konkreten Konditionen berichteten die Banken (Nennung durch 13% der Institute) zugleich von leicht abnehmenden Margen bei durchschnittlichen Krediten. Außerdem meldeten jeweils 9% eine Verringerung der Nebenkosten sowie der Anforderungen an Covenants und Fristigkeiten. Dafür wurde im Wesentlichen eine verschärfte Wettbewerbssituation (23%) verantwortlich gemacht.

Im Euroraum als Ganzes wurden die Standards minimal gelockert, allerdings nur für kleine und mittlere (5%), nicht für größere Unternehmen. Darüber hinaus hielt die Zweiteilung bei der Margenentwicklung an – für durchschnittliche Kredite meldeten 32% der Banken einen Rückgang, für riskantere Ausleihungen änderte sich praktisch nichts.

Die **Kreditnachfrage** in Deutschland wurde von den Banken (13% Nennungen) in Q3 etwas höher eingeschätzt als im Vorquartal, was sich allerdings mit der Empirie wie gezeigt kaum deckt. Positiv wirkten sich dabei das Zinsniveau, Umschuldungsbemühungen und eine größere Investitionsbereitschaft der Unternehmen aus, negativ dagegen die Verfügbarkeit eigener Mittel der Firmen, von Krediten anderer Banken und die Begebung von Schuldverschreibungen. Im Euroraum insgesamt verspürten netto 16% der Institute eine stärkere Kreditnachfrage.

Im **laufenden Vierteljahr** erwarten 6% der deutschen wie auch der EWU-Banken insgesamt eine Lockerung ihrer Kreditstandards. 9% in Deutschland und 34% im Eurogebiet gehen von einer höheren Nachfrage aus, wobei die letztere Schätzung nahezu chronisch enttäuscht wird.

### Zinssätze

Zum ersten Mal seit 2011 sind die Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** mit Unternehmen im 3. Quartal tatsächlich wieder ein Stück angestiegen. Und das über unterschiedliche Größenklassen und Kreditnehmerkategorien (Kapitalgesellschaften, Selbstständige) hinweg gleichmäßig um gut 0,1 %-Punkt. Bei kurzen und langen Zinsbindungsfristen war der Anstieg etwas stärker (rund 0,15 %-Punkte), wohingegen die Zinsen für mittlere Bindungsfristen von 1-5 Jahren de facto gleich blieben. Insgesamt verharrt das Zinsniveau natürlich weiterhin auf einem extrem niedrigen Niveau; Kredite mit Zinsfestschreibung über mehr als 5 Jahre beispielsweise werden im Durchschnitt schon für 2,1% p.a. neu abgeschlossen.

Die Zinsen auf **Sichteinlagen** wiederum markierten im September ein neues Allzeittief von nur noch 5 Bp. Ebenfalls ein paar Bp. fielen die Zinsen für **Termingelder**, auf 17 Bp.

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

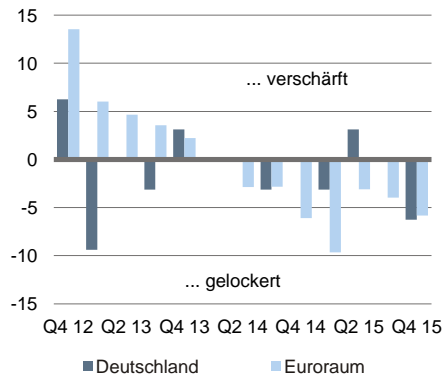
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

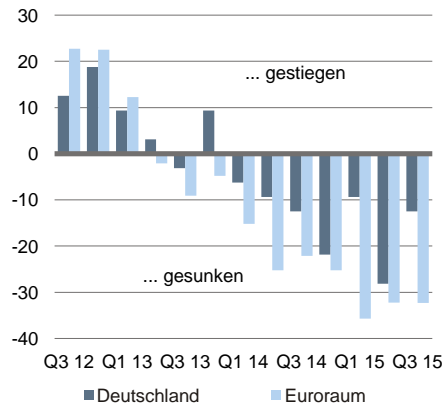


\* Q4 15 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

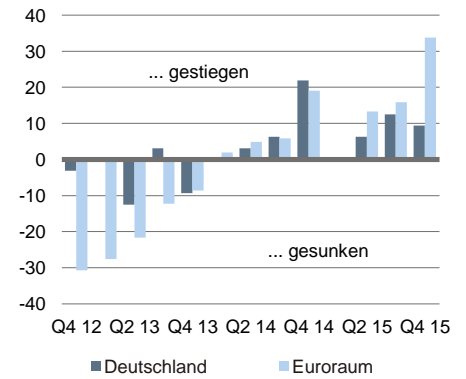
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

12

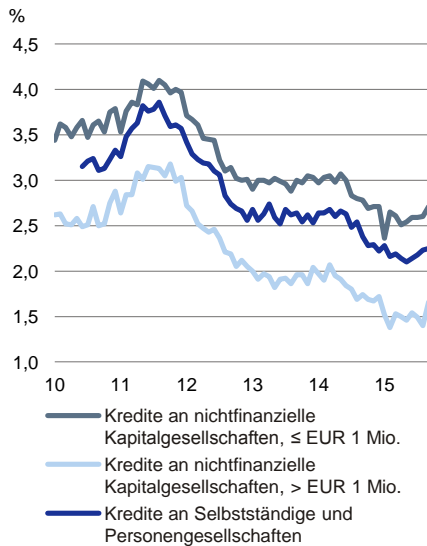


\* Q4 15 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

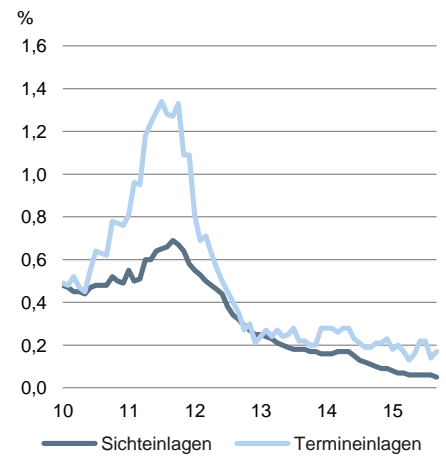
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB

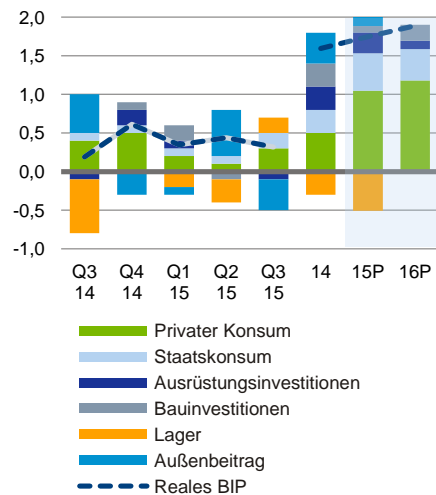


## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum

16

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

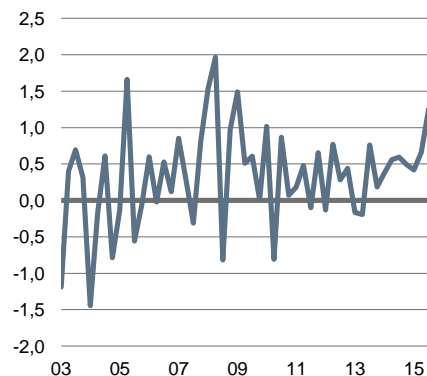


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Staatskonsum in Q3 mit stärkstem Quartalswachstum seit 2009

17

% gg. Vq.

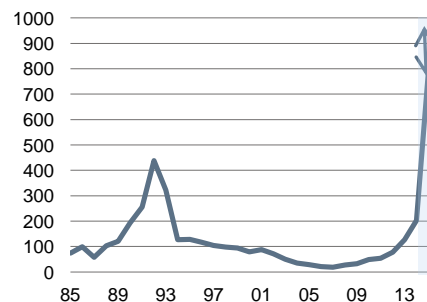


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Zahl der Asylbewerber in Deutschland in 2015 wohl auf historischem Hoch

18

Tausend Personen



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

## Konsum zeigt Stärke in Q3 – außenwirtschaftliches Umfeld und Investitionen enttäuschen

- Angesichts der schwachen Weltkonjunktur und geopolitischer Unsicherheiten zeigte sich die deutsche Konjunktur mit einem Wachstum von +0,3% gg. Vq. widerstandsfähig. Die Binnenwirtschaft war durch den starken privaten und staatlichen Konsum die alleinige Wachstumsstütze. Die Bruttoinvestitionen trugen insgesamt nur aufgrund eines Lageraufbaus zum Wachstum bei, die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen gingen zurück. Das außenwirtschaftliche Umfeld kostete Wachstum, da sich das Exportwachstum deutlich abschwächte und die Importe relativ stark stiegen.
- In Q4 dürfte der Hauptwachstumsimpuls weiter von der Binnenkonjunktur kommen. Durch den anhaltend starken internationalen Gegenwind wird die Exportdynamik wahrscheinlich blutleer bleiben, so dass die Nettoexporte das Wachstum erneut dämpfen. Per Saldo rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung des BIP-Wachstums.
- Für das Jahr 2016 erwarten wir eine Wachstumsbeschleunigung auf 1,9% (2015: 1,7%), dabei spielt der Flüchtlingszustrom über den zusätzlichen Impuls auf den privaten Konsum eine wichtige Rolle. Das binnenwirtschaftlich getriebene Wachstum des zweiten Halbjahres 2015 dürfte sich im Jahr 2016 fortsetzen und das außenwirtschaftliche Umfeld herausfordernd bleiben, was für eine weiter verhaltene Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen spricht. Die Bauinvestitionen dürften sich aufgrund der günstigen Fundamentalfaktoren und wegen öffentlicher Infrastrukturinvestitionen wieder etwas beleben.

### Q3 2015: Externes Umfeld dämpft – Stabilitätsfaktor Konsum

Das Wachstum der deutschen Wirtschaft zeigt sich angesichts der schwachen Entwicklung des Welthandels und der geopolitischen Unsicherheiten widerstandsfähig. Im dritten Quartal schwächte sich das BIP-Wachstum im Einklang mit unserer Erwartung leicht auf 0,3% gg. Vq. ab. Alleiniger Treiber ist die Binnenwirtschaft, insbesondere die solide Konsumententwicklung. Die Bruttoinvestitionen trugen insgesamt nur aufgrund eines Lageraufbaus zum Wachstum bei, während die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen zurückgingen. Das externe Umfeld dämpfte ebenfalls. Im Vergleich zum Vorjahresquartal beschleunigte sich das Wachstum dennoch leicht auf 1,8% gg. Vj.

Der **private Konsum** verzeichnete dank eines ölpreisbedingten Kaufkraftgewinns (Ölpreis in EUR: -20% gg. Vq.), einer gefallen Sparquote, der anhaltend guten Situation des Arbeitsmarktes sowie der weiterhin extrem hohen Nettozuwanderung das höchste Quartalswachstum in diesem Jahr von 0,6 % gg. Vq. Zu der anhaltend hohen Arbeitszuwanderung seit der Öffnung des Arbeitsmarktes in Richtung Osteuropa in den vergangenen Jahren dürften die zahlreichen internationalen Krisenherde in diesem Jahr für einen Flüchtlingszustrom von etwa 1.000.000 Personen sorgen. Die Nettozuwanderung erreicht damit im Jahr 2015 einen Höchstwert und Deutschland könnte die USA als traditionell größtes Einwanderungsland ablösen.<sup>1</sup> Die Kosten für die Unterbringung und Versorgung der Flüchtlinge dürfte hauptsächlich für den Anstieg des **Staatskonsums** auf das höchste Quartalswachstum (+1,3% gg. Vq.) seit dem Jahr 2009 verantwortlich sein, als die tiefe Wirtschaftskrise hohe Staatsausgaben verursachte.

<sup>1</sup> Siehe für Details Flüchtlingszustrom: Eine Chance für Deutschland, Standpunkt Deutschland, Deutsche Bank Research, 3. November 2015.

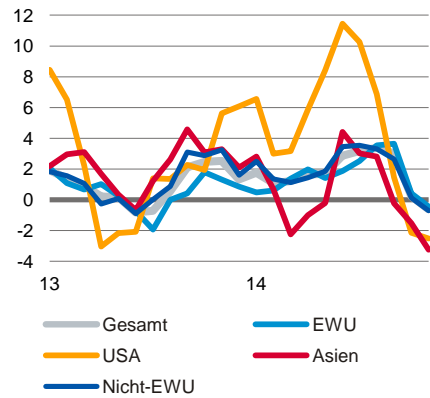


## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### Deutliche Exportabschwächung in Q3 über alle Regionen hinweg

19

Veränderung (3M vs. 3M davor, %)

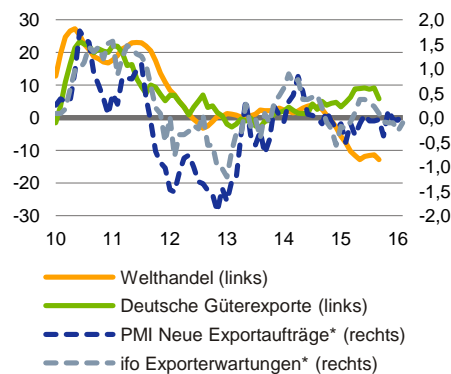


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Gedämpfter Exportausblick

20

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

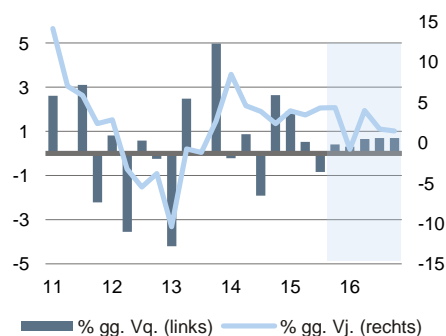


\* Vorlauf von 3 Monaten

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

### Äußerst verhaltene Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen

21



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Schwach entwickelte sich im dritten Quartal das außenwirtschaftliche Umfeld, was darauf hindeutet, dass die temporäre Entkoppelung der deutschen **Exportentwicklung** vom Welthandel in der ersten Jahreshälfte dem Ende zugehen dürfte. Zurück ging die Sonderkonjunktur der deutschen Exporte auf die dynamische US-Autokonjunktur und die kräftige Abwertung des EUR gg. dem USD. Dies führte dazu, dass die USA Anfang des Jahres 2015 Frankreich als traditionell wichtigsten Abnehmer deutscher Produkte überholte. In der Spitze lagen die Exporte in die USA Mitte des Jahres 2015 bei 37% über dem Vorjahresniveau und zuletzt gingen mehr als 10% der deutschen Exporte in die USA.

Im Verlauf des dritten Quartals schwächte sich das Exportwachstum aber über alle Regionen hinweg merklich ab und das preisbereinigte Exportwachstum lag nur noch bei 0,2% gg. Vq. Maßgeblich ging dies auf die schwache Importnachfrage Chinas und die sich abkühlende US-Nachfrage zurück.

Das **Importwachstum** lag wegen der soliden Entwicklung des privaten Konsums im dritten Quartal mit +1,1% deutlich über dem Exportwachstum, so dass die Nettoexporte das BIP-Wachstum erheblich bremsen (-0,4%-Punkte).

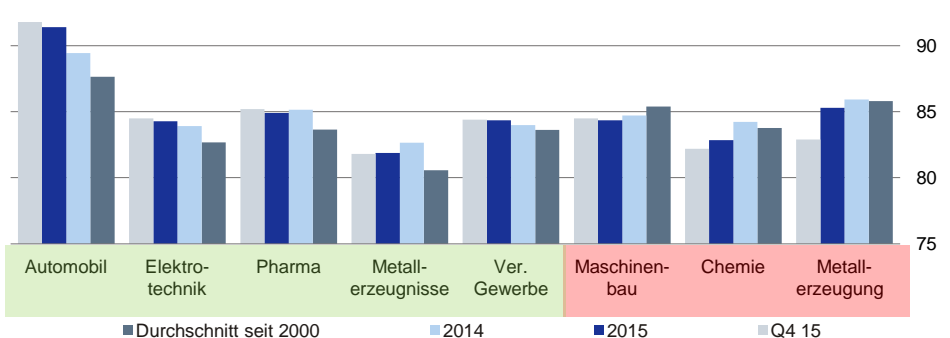
Da die deutschen Investitionen maßgeblich von der Investitionstätigkeit der exportstarken Unternehmen des Verarbeitendes Gewerbes bestimmt werden, schlägt sich dort die schwache Exportentwicklung wider. Die **Ausrüstungsinvestitionen** schwächten sich im Verlauf des Jahres 2015 ab und fielen im dritten Quartal um 0,8%. Trotz der extrem günstigen Finanzierungsbedingungen halten sich die Unternehmen bei den Investitionen wegen der globalen Konjunkturschwäche, der global bestehenden Überkapazitäten in einigen Segmenten, ungünstiger Reformen im Inland, der zahlreichen geopolitischen Risiken und vor allem der nur etwas über dem langfristigen Durchschnitt liegenden Kapazitätsauslastung bei Investitionen zurück. Getätigte Investitionen dürften zum Großteil Ersatzinvestitionen gewesen sein.

Nach wie vor sticht unter den Sektoren der Automobilsektor mit einer recht deutlich über dem langfristigen Durchschnitt liegenden **Kapazitätsauslastung** von derzeit 91,4% positiv hervor. Der deutsche Automobilbau profitierte von der hohen, währungsbedingt unterstützten Nachfrage aus Nicht-EWU-Ländern (insb. USA, Vereinigtes Königreich). Zudem war die Nachfrage aus einigen Ländern der Eurozone – bspw. Spanien und Italien – ebenfalls recht hoch. Nachholeffekte nach der dortigen Absatzkrise dürften hier noch bestimmend sein. Deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt war die Kapazitätsauslastung im Maschinenbau. Hier schlägt vor allem die Abschwächung der Nachfrage aus China und Russland voll durch. Die Auslastung im Chemiesektor und bei der Metallherzeugung blieb weiter schwach.

### Auslastung der Industrieunternehmen insgesamt nur etwas über dem langfristigen Durchschnitt

22

Kapazitätsauslastung, sb., %



Quelle: ifo

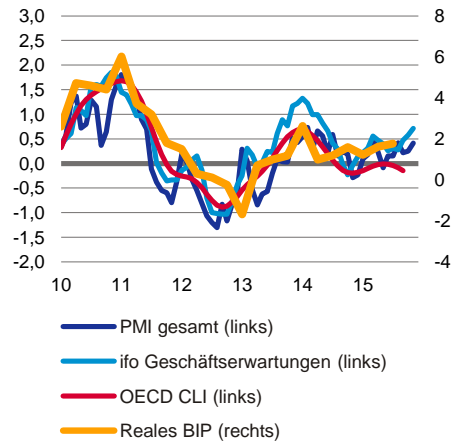


## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

### BIP Wachstum und Frühindikatoren

23

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

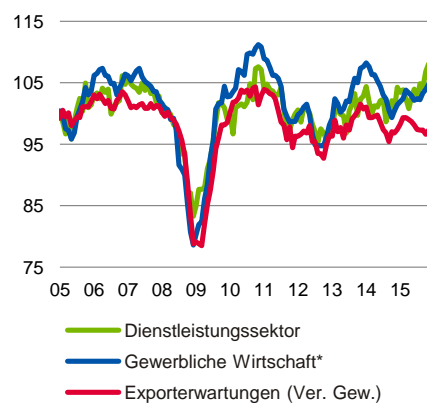


Quellen: Markit, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt

### ifo-Geschäftserwartungen

24

2005=100



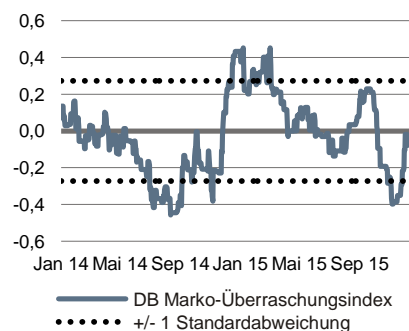
\* Ver. Gew., Bau, Einzel- und Großhandel

Quelle: ifo

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

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

Die Schwäche der **Bauinvestitionen** hielt im dritten Quartal an (-0,3% gg. Vq.). Investitionen in Wohnbauten (-0,1% gg. Vq.) und in Nichtwohnbauten (-0,7% gg. Vq.) waren rückläufig. Bei den Investitionen in Wohnbauten überdeckte der Rückgang der staatlichen Investitionen (-0,6% gg. Vq.) den leichten Anstieg der Investitionen des privaten Sektors (+0,3% gg. Vq.). Angesichts der relativ hohen Volatilität bei den Quartalsdaten und den günstigen zugrundeliegenden Fundamentalfaktoren für Wohnungsbauinvestitionen dürfte die schwache Entwicklung der Bauinvestitionen temporär sein. Der erneute Rückgang der öffentlichen Bauinvestitionen dürfte aufgrund der bereits angekündigten zusätzlichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen und der Schaffung von Wohnraum für die ankommenden Flüchtlinge ebenfalls vorübergehend sein. Die Unternehmensinvestitionen in Nicht-Wohnbauten (Gewerbebau), die etwa 70% der Gesamtinvestitionen in Nicht-Wohnbauten ausmachen, dürften angesichts schwacher Ausrüstungsinvestitionen nur leicht steigen.

### Anhaltende Stärke der Binnenkonjunktur in Q4

Angesichts der günstigen Fundamentaldaten dürfte im vierten Quartal der Hauptwachstumsimpuls weiter von der Binnenkonjunktur kommen. Durch die weiter schwache Entwicklung der Weltkonjunktur dürfte das Exportwachstum blutleer bleiben, so dass die Nettoexporte das Wachstum erneut dämpfen.

Per Saldo rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung des BIP-Wachstums. Damit liegt unsere Prognose fürs Q4 BIP-Wachstum mit 0,3% gg. Vq. unter der von den Stimmungsindikatoren (PMI Gesamt und ifo-Geschäftserwartungen) angezeigten Rate von 0,5-0,6% gg. Vq., aber über der von den bisher für Q4 veröffentlichten harten Konjunkturindikatoren angedeuteten. Eine ähnliche Divergenz der Signale der Stimmungs- und harten Konjunkturindikatoren war bereits im dritten Quartal zu beobachten.

Der zwischenzeitlich deutliche Rückgang des DB Überraschungsindex für Deutschland, der die monatlichen Konjunkturdaten ins Verhältnis zu den Markterwartungen setzt, ergab sich insbesondere durch die enttäuschende Entwicklung der harten Konjunkturindikatoren. Zuletzt stieg er durch die positiv überraschenden Stimmungsindikatoren für November wieder etwas, bleibt aber weiter im leicht negativen Bereich.

### Deutsche Bank Prognose: BIP-Wachstum von 1,9% in 2016

Seit der Veröffentlichung der vorherigen Ausgabe des Monitors Unternehmensfinanzierung Anfang September haben wir unsere Prognose von 1,7% für das Jahre 2015 – Q3 entwickelte sich etwa wie von uns erwartet – nicht verändert. Durch den Effekt des deutlich beschleunigten Flüchtlingszustroms vor allem auf den privaten Konsum, haben wir unsere **Prognose für 2016** aber um etwa ¼ %-Punkt auf 1,9% erhöht.

Das binnenwirtschaftlich getriebene Wachstum des zweiten Halbjahres 2015 dürfte sich im Jahr 2016 fortsetzen und das außenwirtschaftliche Umfeld herausfordernd bleiben. Unterstützend dürften die insgesamt weiter gute Arbeitsmarktlage, die hohe Nettozuwanderung, öffentliche Infrastrukturmaßnahmen, die anhaltend extrem expansiv ausgerichtete Geldpolitik der EZB und das leicht anziehende Wachstum der Weltwirtschaft hauptsächlich getrieben durch die schwächere Rezession in einigen großen Schwellenländern wie bspw. Russland oder Brasilien sein.

Belastende Faktoren: Die Schwäche des Welthandels dürfte zum Teil struktureller Natur sein und sich 2016 dementsprechend wahrscheinlich fortsetzen. Die ölpreisbedingte Erholung der Inflationsraten dämpft die Reallohnentwicklung.

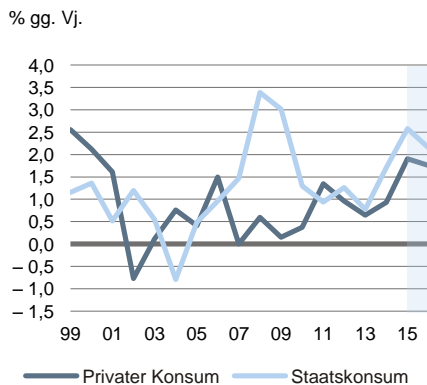




## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Wachstum des privaten auf 15- und des staatlichen Konsums auf 6-Jahres-hoch

26



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

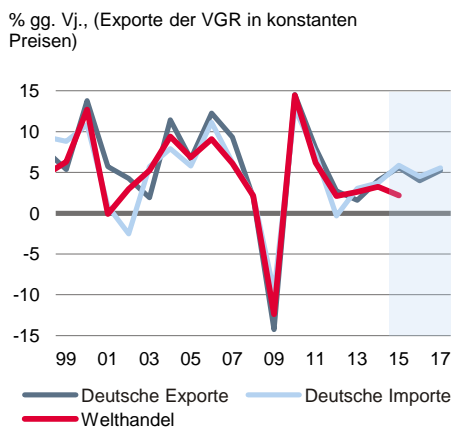
Die ungünstige Ausrichtung der derzeitigen Wirtschaftspolitik (Mindestlohn, Regulierung der Arbeitnehmerüberlassung/Werkverträge, Rentenpaket) dürfte das Investitionsklima belasten. Hauptrisiken der Prognose sind eine mögliche Eskalation der Flüchtlingskrise, das Eintreten geopolitischer Risiken oder aber eine noch verstärkte Regulierung mit negativen Effekten auf die Wettbewerbsfähigkeit.

### Anhaltend hohes Konsumwachstum in 2016

Der **private Konsum** dürfte dank der weiter günstigen Fundamentaldaten nach dem stärksten Wachstum der letzten 15 Jahre im Jahr 2015 mit etwas unter 2% im Jahr 2016 weiter kräftig wachsen. Auf Grund von Wirkungsverzögerungen nach einem Rückgang des Ölpreises dürfte der Effekt im Jahr 2016 weiter moderat positiv sein. Zudem dürfte der **Staatskonsum** durch die Ausgaben für die Versorgung von Flüchtlingen auch im Jahr 2016 mit etwas mehr als 2% kräftig steigen.

Deutsches Exportwachstum wahrscheinlich 2016 schwächer

27



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Blutleeres Wachstum der Exporte ...

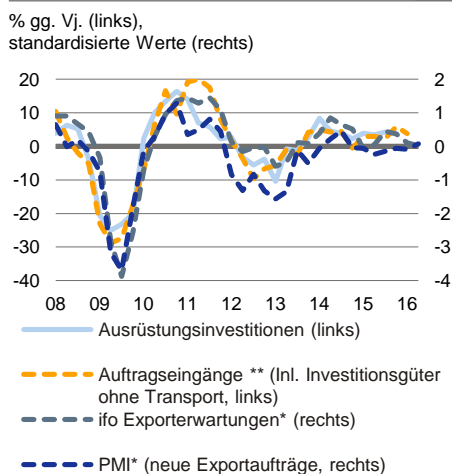
Der raue internationale Gegenwind dürfte für die deutschen **Exporteure** auch im Jahr 2016 eine Herausforderung bleiben. Aufgrund der schwachen Ausgangsbasis für das Jahr 2016 und der im Jahresverlauf wahrscheinlich nur moderaten Beschleunigung, wachsen die deutschen Exporte im Jahr 2016 wahrscheinlich nur um 4% nach über 5% in 2015. Die erwartete Abschwächung des Euro und eine stabile Konjunktur in der Eurozone könnten im Jahr 2016 erneut dafür sorgen, dass Deutschland Welthandelsanteile hinzugewinnt.

Die starke Konsumnachfrage dürfte dafür sorgen, dass die Importe im Jahr 2016 mit 4 ½% schneller als die Exporte steigen. Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte dürfte damit neutral sein.

Der Leistungsbilanzüberschuss dürfte damit im Jahr 2016 auf 7,8% des BIP zurückgehen, vom historischen Hoch nördlich der 8%-Marke im Jahr 2015, das vor allem auch auf die kräftig gefallen Ausgaben für Ölimporte zurückging.

Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten

28



\*Vorlauf von \*2Q \*\*1Q

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

### ... bewirkt anhaltend gedämpftes Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen

Die insgesamt relativ schwachen Impulse aus dem Ausland dürften dafür sorgen, dass das Umfeld für **Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge** (Ausrüstungsinvestitionen) weiter ungünstig ausfällt. Die Weltkonjunktur kann sich im Jahr 2016 bereits das 5. Jahr in Folge wahrscheinlich nicht merklich beschleunigen. Die Kapazitätsauslastung dürfte zwar weiter etwas zulegen, aber insgesamt für Erweiterungsinvestitionen zu schwach bleiben. Im Jahr 2016 dürfte die Erhöhung der Ausrüstungsinvestitionen von nur etwa 1 ½% hauptsächlich auf Ersatzinvestitionen zurückgehen. Das extrem niedrige Zinsniveau, das auch im Verlauf des Jahres 2016 auf historischen Tiefs verharren sollte, dürfte keine größeren Impulse liefern.

### Bauinvestitionen dank Fundamentalfaktoren wieder stärker

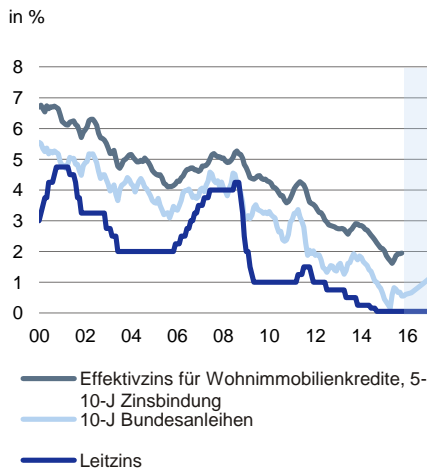
Das Wachstum der **Bauinvestitionen** wird im Jahr 2016 mit etwas über 2% wohl etwas anziehen. Dank weiter extrem niedriger Kreditzinsen (1,92%, Zinsbindung 5-10J.), guter Arbeitsmarktlage und hoher Nettozuwanderung dürfte sich der **Wohnungsbau**, der 60% der Bauinvestitionen ausmacht, weiter positiv entwickeln. Dämpfend wirken sich allerdings zunehmend Kapazitätsbeschränkungen bei den Baufirmen aus. Die geplanten zusätzlichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen dürfen sich positiv bei den staatlichen Bauinvestitionen niederschlagen.



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Baufinanzierung: weiterhin niedriges Zinsniveau

29



Quellen: Bundesbank, EZB, Deutsche Bank Research

Dynamik der Häuserpreise anhaltend hoch

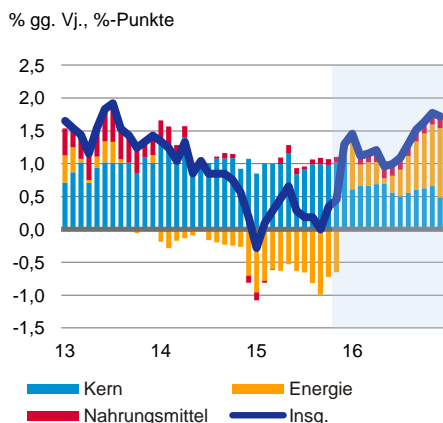
Die Immobilienpreise dürften im Jahr 2016 das Wachstum von 4-5% der Jahre zuvor in etwa beibehalten. In den Großstädten fallen die Immobilienpreisanstiege – im Jahr 2015 bei rund 8% – wahrscheinlich etwas höher aus. Im Jahr 2016 dürfte damit die seit Ende der 1990er-Jahre bestehende Unterbewertung der deutschen Hauspreise, gemessen am historischen Preis-Einkommens-Verhältnis, enden.

Anziehen der Inflation in 2016 vor allem durch Energie

Die Inflation dürfte von dem Tief von 0,3% im Jahresdurchschnitt 2015 im Jahr 2016 auf 1,3% steigen. Zurück geht dies vor allem auf einen Ende 2015 einsetzenden ölpreisbedingten Basiseffekt, der dafür sorgt, dass die Energiekomponente die Konsumentenpreise erhöht. Die erwartete Abwertung des Euro wirkt preistreibend auf die Importpreise. Die Kerninflation dürfte sich auf etwas unter 1% abschwächen, da der Mindestlohneffekt wegfällt und sich die Mieten relativ schwach entwickeln dürfte.

Energie dürfte ab Ende 2015 deutsche Inflation nicht mehr dämpfen

30



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

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

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

31

|                                | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P | 2015 |      |      | 2016 |     |      |     |     |
|--------------------------------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|-----|------|-----|-----|
|                                |      |      |       |       |       | Q1   | Q2   | Q3   | Q4P  | Q1P | Q2P  | Q3P | Q4P |
| BIP                            | 0,3  | 1,6  | 1,7   | 1,9   | 1,6   | 0,3  | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 0,5 | 0,2  | 0,5 | 0,5 |
| Privater Konsum                | 0,6  | 0,9  | 1,9   | 1,8   | 1,3   | 0,4  | 0,1  | 0,6  | 0,3  | 0,4 | 0,4  | 0,4 | 0,4 |
| Staatsausgaben                 | 0,8  | 1,7  | 2,6   | 2,1   | 1,1   | 0,4  | 0,7  | 1,3  | 0,8  | 0,3 | 0,3  | 0,3 | 0,3 |
| Anlageinvestitionen            | -1,3 | 3,5  | 2,3   | 1,9   | 1,9   | 1,7  | -0,4 | -0,3 | 1,0  | 1,0 | -0,2 | 0,4 | 0,4 |
| Ausrüstungen                   | -2,3 | 4,5  | 4,0   | 1,6   | 1,7   | 1,9  | 0,5  | -0,8 | 0,4  | 0,3 | 0,7  | 0,7 | 0,7 |
| Bau                            | -1,1 | 2,9  | 0,8   | 2,2   | 2,2   | 1,8  | -1,3 | -0,3 | 1,6  | 1,7 | -0,9 | 0,2 | 0,2 |
| Lager, %-Punkte                | 0,6  | -0,3 | -0,5  | 0,0   | 0,0   | -0,2 | -0,3 | 0,2  | 0,0  | 0,0 | 0,0  | 0,0 | 0,0 |
| Exporte                        | 1,6  | 4,0  | 5,6   | 4,0   | 5,3   | 1,5  | 1,8  | 0,2  | 0,5  | 1,2 | 1,0  | 1,2 | 1,2 |
| Importe                        | 3,1  | 3,7  | 5,9   | 4,5   | 5,6   | 2,1  | 0,5  | 1,1  | 0,9  | 1,3 | 1,2  | 1,0 | 1,0 |
| Nettoexport, %-Punkte          | -0,5 | 0,4  | 0,4   | 0,0   | 0,2   | -0,1 | 0,7  | -0,4 | -0,1 | 0,0 | 0,0  | 0,2 | 0,2 |
| Konsumentenpreise*             | 1,5  | 0,9  | 0,3   | 1,3   | 1,7   | 0,0  | 0,5  | 0,1  | 0,7  | 1,2 | 1,1  | 1,3 | 1,7 |
| Arbeitslosenquote, %           | 6,9  | 6,7  | 6,4   | 6,5   | 6,8   | 6,5  | 6,4  | 6,4  | 6,4  | 6,4 | 6,5  | 6,6 | 6,6 |
| Industrieproduktion            | 0,1  | 1,5  | 0,6   | 0,6   |       |      |      |      |      |     |      |     |     |
| Budgetsaldo, % BIP             | -0,1 | 0,3  | 0,3   | 0,0   | 0,0   |      |      |      |      |     |      |     |     |
| Öff. Schuldenstand, % BIP      | 77,4 | 74,9 | 71,5  | 69,2  | 67,1  |      |      |      |      |     |      |     |     |
| Leistungsbilanzsaldo, % BIP    | 6,5  | 7,3  | 8,1   | 7,8   | 7,7   |      |      |      |      |     |      |     |     |
| Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd. | 182  | 212  | 246   | 245   | 248   |      |      |      |      |     |      |     |     |

\*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



## Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

---

© 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.