



# Monitor Unternehmensfinanzierung

## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 2016

4. Juli 2016

### 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)

### Unternehmensfinanzierung

**Verstärkte Finanzierungstätigkeit deutscher Unternehmen.** Sowohl Bankkredite als auch andere externe Finanzierungsformen wurden im ersten Quartal des Jahres von den Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland relativ intensiv genutzt. Das Kreditvolumen stieg um satte EUR 13,3 Mrd. ggü. dem Schlusstand 2015, ein Plus von 1,1% bzw. 1,7% auf Jahresbasis. Die Industrie (allen voran Maschinenbau/Auto) legte ebenso zu wie die Mehrzahl der Dienstleistungsbranchen. Das Wachstum verteilte sich zudem breit über die meisten Bankengruppen hinweg, mit den Landesbanken und Förderbanken als negativen Ausreißern. Die Zinsen blieben – auf extrem niedrigem Niveau – unter Druck, allerdings nicht mehr auf breiter Front, sondern nur noch in bestimmten Kategorien. Im Bank lending survey berichteten die Banken einerseits von einer anhaltend positiven Nachfrageentwicklung, andererseits von weiter bröckelnden Margen. Trotz allem sind die Unternehmen aus Bankensicht bemerkenswerterweise Netto-Sparer, denn dank eines höheren Einlagenwachstums übersteigt das Einlagenvolumen das der Kredite.

Bei den Finanzierungsalternativen schnitten Unternehmensanleihen, Commercial Paper und das Leasing allesamt gut ab, lediglich der chronisch schwache Markt für Aktienemissionen ist mittlerweile nahezu vollständig ausgetrocknet.

### Konjunktur

**Breit gefächerte Stärke der Binnenwirtschaft in Q1 – Brexit dämpft Konjunkturausblick.** Die starke deutsche Konjunktur zum Jahresanfang 2016 (+0,7% gg. Vq.) dürfte infolge saisonaler Effekten nicht gehalten werden. Das dritte Quartal in Folge war die Binnenwirtschaft der alleinige Wachstumstreiber, wobei der Außenhandel aber im Vergleich zu den Vorquartalen weniger stark dämpfte. Mit der positiven Arbeitsmarktlage, den erhöhten staatlichen Ausgaben und einer hohen Baunachfrage blieben die Treiber der Binnenkonjunktur intakt. In Q2 2016 dürfte sich das Wachstum hauptsächlich durch die saisonal bedingte Gegenbewegung bei den Bauinvestitionen verlangsamen (+0,1% gg. Vq.).

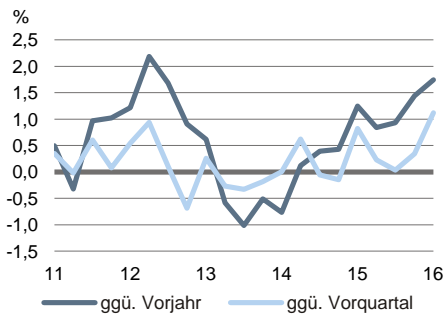
Die überraschende Brexit Entscheidung führt dazu, dass sich unser Konjunkturausblick eingetrübt hat. Die politischen und wirtschaftlichen Implikationen sowie der Ablauf des Brexit sind derzeit äußerst schwer zu greifen. Wir gehen davon aus, dass sich Europa – wie zuletzt immer – „durchwursteln“ wird. Die EZB wird nicht panisch reagieren, sondern zunächst die ersten Brexit-Folgen abwarten. Aufgrund des Brexit senken wir unsere BIP-Wachstumsprognose für Deutschland für das Jahr 2017 auf 1,3% von zuvor 1,6%. Etwa die Hälfte der Anpassung geht auf eine geringere Exportprognose zurück. Die andere Hälfte entfällt auf eine gesenkte Erwartung für das Plus bei den Ausrüstungsinvestitionen. Die Binnennachfrage dürfte kaum beeinträchtigt werden, da die Treiber intakt sind.



## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 2016

### Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

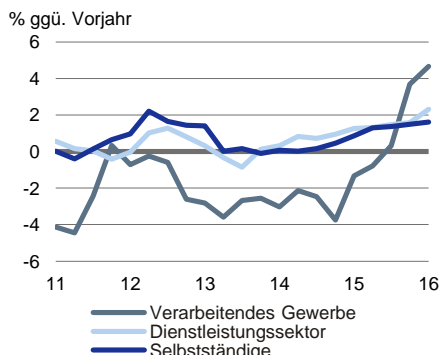
## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

Zwei gute Quartale hintereinander, das hat es seit 2012 nicht gegeben. Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland legte im ersten Quartal ausgesprochen stark zu – der Anstieg um EUR 13,3 Mrd. war der höchste seit dem Höhepunkt der Finanzkrise. Verglichen mit dem Vorjahr steht damit mittlerweile ein Plus von 1,7% in den Büchern, der stärkste Wert seit 2012. Insgesamt bleiben die Wachstumsraten moderat, aber ein Aufwärtstrend zeichnet sich klar ab. Offenbar haben die Unternehmen wie schon im Vorquartal vermehrt Kredite aufgenommen, um die Ausweitung ihrer Investitionen zu finanzieren. Allerdings dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Wachstumsdynamik bereits in Q2 wieder abgeschwächt haben und die erhöhte Unsicherheit nach dem Brexit-Entscheid Großbritanniens könnte das zweite Halbjahr zusätzlich belasten (zu den Details des Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

### ... nach Branche

2

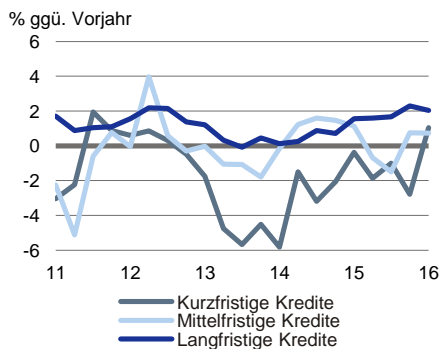


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Das Kreditgeschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum als Ganzes kommt dagegen weiter nicht vom Fleck, d.h. der Abstand zwischen Deutschland und dem Rest der Währungsunion wächst momentan wieder. Im Auftaktquartal 2016 gab es zwar einen saisonal nicht unüblichen leichten Anstieg des Kreditvolumens von 0,6%, im Vergleich mit März 2015 blieb jedoch ein kleines Minus von 0,3%. Diese Seitwärtsbewegung hält damit seit anderthalb Jahren an.

### ... nach Fristigkeit\*

3



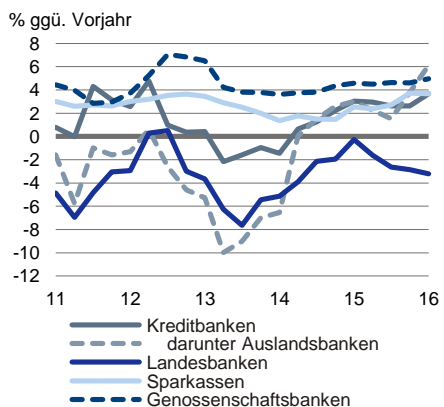
\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Mit Blick auf die verschiedenen Sektoren in Deutschland lief es im zu Jahresbeginn traditionell anziehenden Geschäft mit dem Verarbeitenden Gewerbe noch besser als sonst. Das Quartalsplus von EUR 5,9 Mrd. stand für fast die Hälfte des Gesamtanstiegs bei allen Unternehmen und Selbstständigen, und brachte den Vorjahresvergleich auf eine Wachstumsrate von 4,7% – den höchsten Wert seit Anfang 2009. Die jahrelange Schrumpfung scheint damit endgültig überwunden zu sein. Die ausstehenden Kredite an Dienstleister legten in Q1 ebenfalls stark zu, um identische EUR 5,9 Mrd., und liegen mittlerweile 2,3% über dem Vorjahresniveau (der beste Stand seit 2008). Selbst die Darlehen an Selbstständige, die zum Jahresstart meist den Rückwärtsgang einlegen, verzeichneten dieses Mal einen Zuwachs von EUR 1,6 Mrd. und kommen somit auf ein solides Jahreswachstum von 1,6%.

### ... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bei den einzelnen Wirtschaftszweigen schnitt Maschinenbau/Auto (+10% ggü. Vq.) erneut sehr gut ab, wobei bis auf einen minimalen Rückgang bei der Ernährungsindustrie auch sämtliche anderen Industriebranchen ihre Kreditfinanzierung ausweiteten. Besonders kräftig waren dabei die Zuwächse bei Baustoffen (12%), Textil (7,5%) und der Chemie (4,4%). Außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes war das Bild gemischerter, mit einem – saisonal üblich, aber dieses Jahr besonders – starken Bau (2,9%) auf der einen Seite und einem überraschend heftigen Schrumpfen beim Verkehr (-4,1%) auf der anderen.

Bei den Dienstleistern erhöhte sich das Kreditvolumen mit Telekom/Beratung/Werbung um satte 2%, bei Tourismus/Gastronomie sogar um 2,2% und bei den immobiliennahen Branchen um 0,5%-1%. Nur der Gesundheitssektor (-0,1%) und die sonstigen Dienstleistungen (-2,3%) enttäuschten. Gerade im Tourismussektor wird mit Spannung zu beobachten sein, ob der jahrelange Boom in Deutschland, den zuletzt der Rückgang des Interesses am Urlaub in Nordafrika und dem Nahen Osten wegen Sicherheitsbedenken noch verstärkt hatte, auch zu einer längerfristigen Belebung des Kreditgeschäfts führen wird.

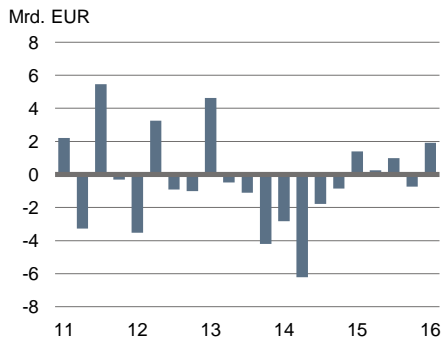
Hinsichtlich Fristigkeiten zeigten sich Kredite ab einem Jahr Laufzeit eher gedämpft im Plus, dagegen gab es einen Sprung bei den kurzfristigen Krediten mit einer Laufzeit bis zu 12 Monaten. Diese haben am Jahresanfang üblicherweise das beste Quartal des Jahres, aber dieses Mal war der Anstieg mit 7,2% ggü. Vq. der kräftigste seit der Wiedervereinigung. Zumindest zum Teil war dies



## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 2016

### Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

sicherlich eine Gegenbewegung nach den Rückgängen in den Quartalen zuvor – der strukturelle Abwärtstrend ist weiterhin intakt. Insofern bleibt abzuwarten, ob es sich nur um ein Strohfeuer oder den Beginn einer echten Belebung handelt. Immerhin befindet sich der Vorjahresvergleich nun erstmals seit 2012 wieder in den schwarzen Zahlen.

Unter den verschiedenen **Bankengruppen** setzten sich die meisten Entwicklungen der letzten Zeit fort. Das ohnehin relativ hohe Wachstum der Genossenschaftsbanken (+1,6% ggü. Vj.) und Sparkassen (1,3%) zog noch leicht an und auch das Wachstumstempo der inländischen Kreditbanken (1,6%) und v.a. der Auslandsbanken (3,3%) beschleunigte sich. Letztere konnten nicht nur mehr als die Hälfte des starken Anstiegs des Kreditvolumens mit dem Maschinenbau/ Auto für sich verbuchen, sondern weisen somit auch im Vergleich mit dem Vorquartal ebenso wie mit dem Vorjahr (+6,1%) die höchste Expansionsrate seit der Finanzkrise 2008 auf. Im Gegensatz dazu schrumpfte das Kreditbuch der Landesbanken erneut (-0,1% ggü. Dezember). Die Förderbanken blieben ebenso auf dem Rückzug (-1,4%), was angesichts der insgesamt sehr günstigen Finanzierungslage für Firmenkunden der Banken und dem eher antizyklischen Selbstverständnis dieser staatlichen Institute nicht besonders verwundert.

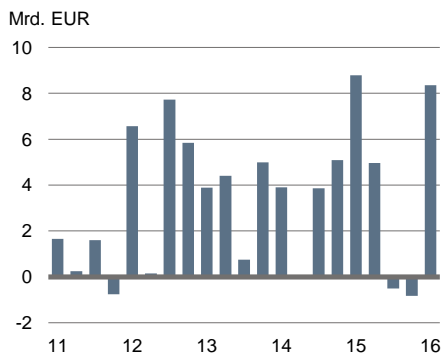
### Andere Finanzierungsquellen

Auch andere Fremdkapitalfinanzierungen hielten sich in Q1 gut, trotz des starken Abschneidens im Kreditgeschäft.

Nichtbanken emittierten netto EUR 1,9 Mrd. an **Commercial Paper**, was das beste Quartalergebnis seit drei Jahren war. Die Schwächephase 2013/14 scheint damit endgültig überwunden zu sein.

### Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6

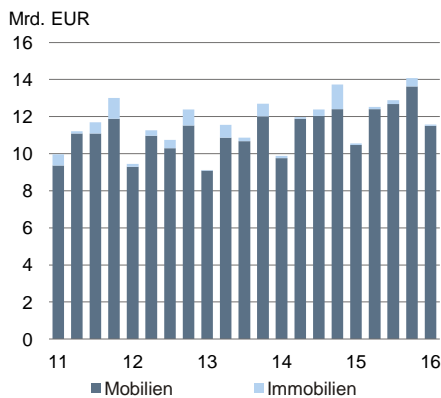


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Nach einem miserablen zweiten Halbjahr 2015 gab es auch wieder positive Meldungen vom Primärmarkt für **Unternehmensanleihen**. Zwischen Januar und März wurden netto EUR 8,4 Mrd. neu emittiert, das zweitbeste Resultat seit Einführung der Statistik 2006. Der Löwenanteil davon entfiel auf den März, wobei die zunehmende Aktivität nicht zuletzt an der Ankündigung des Kaufprogramms für Unternehmensanleihen durch die EZB gelegen haben dürfte. Dieses wird dem Markt in ganz Europa aller Voraussicht nach beträchtlichen Rückenwind bescheren, allerdings auch diverse Nebenwirkungen auf Preisbildung und Liquidität. Da das im Juni angelaufene Programm zunächst eine Laufzeit bis März nächsten Jahres haben soll, ist von einem anhaltenden Aufschwung auszugehen. Im Euroraum insgesamt waren zum Teil entgegengesetzte Effekte zu beobachten – nach einem guten zweiten Halbjahr 2015 fiel hier der Start ins Jahr 2016 sehr dürftig aus. Erst im März, mit der Aussicht auf das EZB-Kaufprogramm, nahm die Nettoemission sprunghaft zu, der Q1-Wert blieb jedoch insgesamt enttäuschend, bei negativen EUR 1,1 Mrd. Nur der Ausblick auf den weiteren Jahresverlauf ist ähnlich wie in Deutschland vielversprechend.

### Leasinggeschäft, Neuvolumen

7



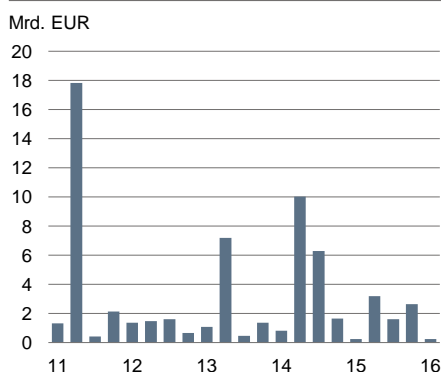
Quelle: BDL

Das **Leasinggeschäft** in Deutschland konnte einmal mehr rundum überzeugen. Das Mobilienleasing, der Löwenanteil des Marktes, expandierte im ersten Quartal zweistellig (+10% ggü. Vj.) und auch auf einer breiten Basis, mit starkem Wachstum sowohl bei Pkw, Lkw als auch Maschinen. Das Volumen der Neuabschlüsse stieg auf EUR 11,5 Mrd., den höchsten Q1-Wert zumindest des letzten Jahrzehnts. Da spielte es auch keine Rolle, dass das Immobilienleasing weiter schrumpfte auf nur noch EUR 58 Mio.

Eine größere **Aktienemission** fand im ersten Quartal nicht statt, das Volumen erreichte auch aufgrund der heftigen Markturbulenzen in diesem Zeitraum gerade einmal EUR 245 Mio. Damit wurde zugleich de facto der schlechteste Quartalswert seit der Deutschen Einheit eingestellt – lediglich vor einem Jahr lag der Betrag noch um die Winzigkeit von EUR 1 Mio. darunter.

### Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



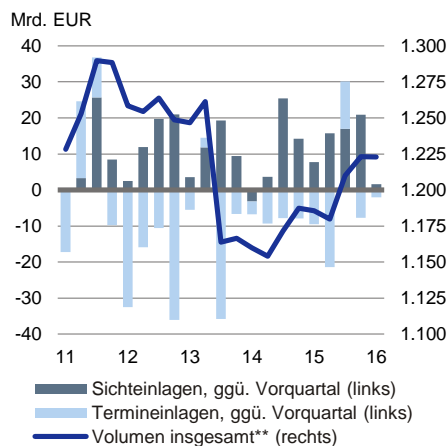
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 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

### Einlagenvolumen

Im tendenziell eher schwachen ersten Quartal verharrten die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen in diesem Jahr praktisch auf dem Dezember-Niveau (EUR -0,4 Mrd. ggü. Vq.). Dadurch kletterte die Jahres-Wachstumsrate weiter auf mittlerweile 3,1% – der höchste Stand seit 2011 und relativ erstaunlich angesichts der abschreckenden Zinsentwicklung und mittlerweile auch zunehmenden Kreditvergabe. Verglichen mit dem Trend der letzten Jahre fiel der Anstieg der Sichteinlagen und der Rückgang der Termineinlagen in diesem Quartal sehr gering aus. Bemerkenswert bleibt, dass die Unternehmen trotz der sehr vorteilhaften Finanzierungskonditionen weiterhin derart viel Liquidität vorhalten. Für höhere Investitionen im Inland fehlt die Nachfrage, aber Optionen wären auch eine stärkere Expansion ins Ausland, mehr Forschung und Entwicklung oder die Rückgabe überschüssiger Mittel an die Eigentümer. Entgegen klassischer ökonomischer Theorie ist der Sektor aus Bankensicht jedenfalls ein Netto-Sparer, kein Netto-Kreditnehmer mit einem gesamten Kreditvolumen von EUR 1.197 Mrd. und einem Einlagenvolumen von EUR 1.223 Mrd.

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmenskredite in Deutschland wurden in Q1 leicht gelockert (berichtet von netto 6% der Institute). Der Effekt war dabei erneut stärker für große Unternehmen (10%) als für kleine (3%). Größere Konkurrenz durch andere Banken war der wichtigste Faktor (7%). Die konkreten Konditionen wiederum wurden erneut kräftiger gelockert (13%) als die Standards, mit geringeren Margen für durchschnittliche Kredite (16%) und gesenkten Anforderungen an Covenants (13%) als den wichtigsten Treibern.

Im Euroraum insgesamt lockerten die Banken die Kreditstandards im gleichen Tempo wie in Deutschland. Hier war die Kluft zwischen der Veränderung der Margen für durchschnittliche Kredite (-21%) und der für riskantere Kredite (+2%, d.h. sogar eine ganz leichte Verschärfung) jedoch besonders groß.

Zum dritten Mal in Folge legte die von den Banken gemeldete **Kreditnachfrage** in Deutschland ggü. dem Vorquartal erheblich zu (22%), interessanterweise mehr bei kleineren Unternehmen (17%) als bei größeren (10%) und am meisten bei langfristigen Ausleihungen (31%, was sich allerdings nicht ganz mit der Volumensentwicklung deckt). Gründe waren ein steigender Finanzierungsbedarf für Investitionen und Übernahmen (jeweils 13%), Umschuldungen (16%) und das attraktive Zinsniveau (13%), während v.a. die Innenfinanzierung (16%) dämpfend wirkte. Im Euroraum insgesamt war der Nachfrageanstieg ähnlich deutlich (17%).

Für das **zweite Quartal** erwarten deutsche Banken stabile Kreditstandards und die Banken in Euroland insgesamt eine minimale Lockerung (4%). Auch bei den Nachfrageaussichten sind die deutschen Banken vorsichtiger – nur 6% gehen von einem nochmaligen Plus aus, dagegen 25% aller EWU-Banken. Dabei prognostizieren die deutschen Banken sogar einen Rückgang bei den großen Unternehmen (-3%), aber eine kräftige Nachfragesteigerung bei KMUs (+17%) und langfristigen Krediten (+19%).

### Zinssätze

Die Abwärtsbewegung des Zinsniveaus im **Kredit-Neugeschäft** mit Unternehmen hat auch in Q1 angehalten, sich aber weiter verlangsamt. Nennenswert rückläufig waren nur noch die Zinsen für Großkredite > EUR 1 Mio. (-9 Bp. auf 1,42%) und langfristige Festzinskredite (-13 Bp. auf 1,71%, ein neues Allzeit-tief). Ebenfalls auf ein Rekordtief fielen die Zinsen auf **Termineinlagen** (-4 Bp. auf 7 Bp.). Im übrigen Kredit- und Einlagenspektrum gab es wenig Änderung.

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

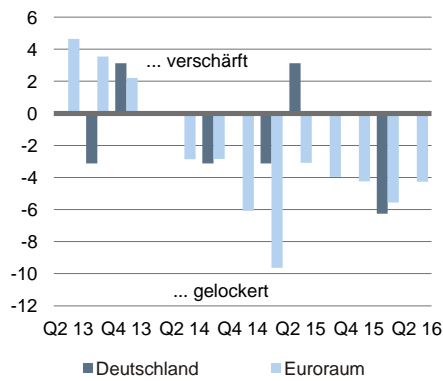
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 2016

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

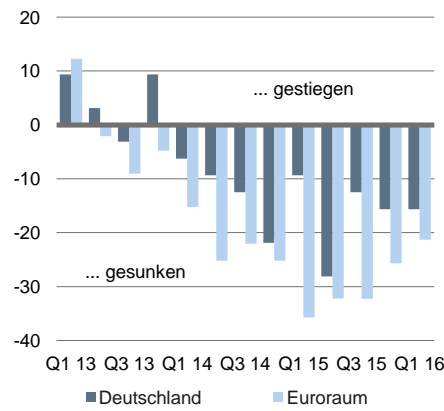


\* Q2 16 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

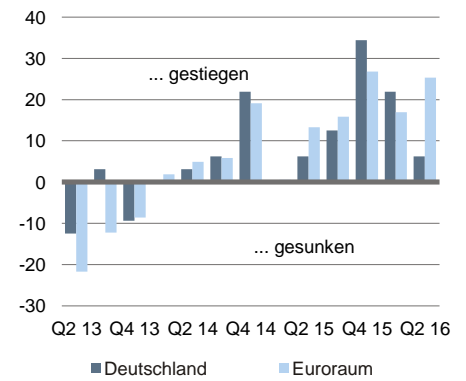
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

12

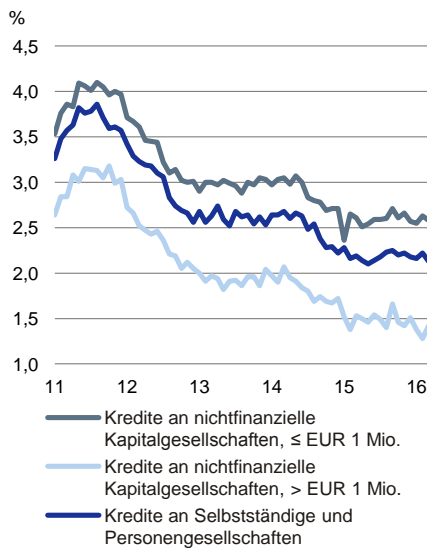


\* Q2 16 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

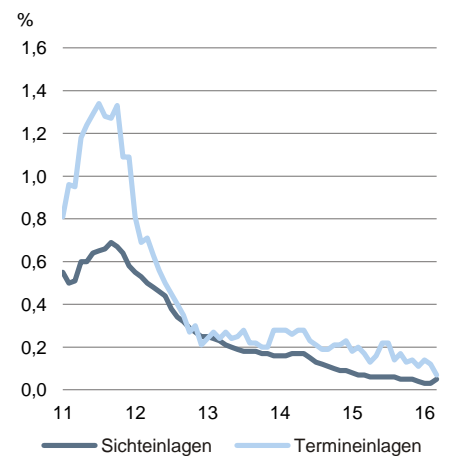
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB

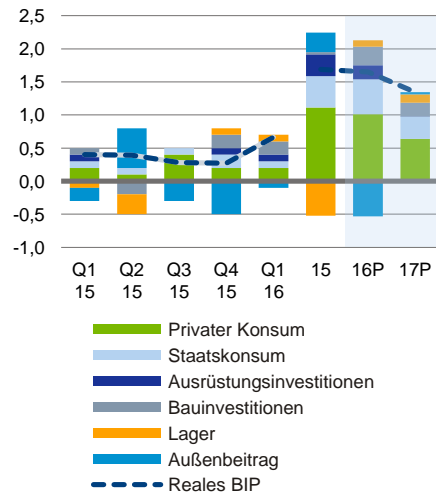


## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 2016

### Binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum

16

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

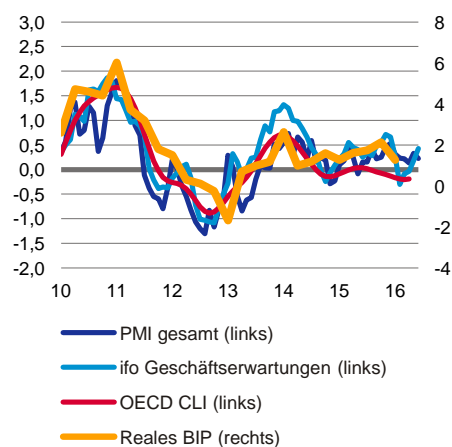


Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### BIP Wachstum und Frühindikatoren

17

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

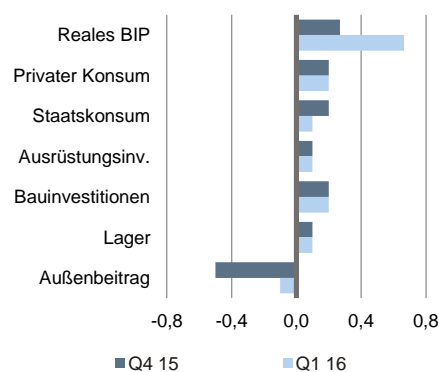


Quellen: Markt, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt

### Binnenwirtschaft erneut alleiniger Wachstumstreiber in Q1

18

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Breit gefächerte Stärke der Binnenwirtschaft in Q1 – Brexit dämpft Konjunkturausblick

- Die starke deutsche Konjunktur zum Jahresanfang 2016 (Q1: +0,7% gg. Vq.) dürfte in Folge von saisonalen Effekten (mildes Winterwetter) nicht gehalten werden. Das dritte aufeinanderfolgende Quartal war die Binnenwirtschaft der alleinige Wachstumstreiber, wobei der Außenhandel im Vergleich zu den Vorquartalen aber weniger stark dämpfte. Mit der anhaltend positiven Arbeitsmarktlage, den erhöhten staatlichen Ausgaben und einer hohen Baunachfrage blieben die Treiber der Binnenkonjunktur weiter intakt.
- In Q2 2016 dürfte sich das Wachstum hauptsächlich durch die saisonal bedingte Gegenbewegung bei den Bauinvestitionen wieder verlangsamten (+0,1% gg. Vq.).
- Seit der vorherigen Ausgabe des Monitors Unternehmensfinanzierung Anfang März 2016 führte die überraschende Brexit-Entscheidung dazu, dass sich unser Konjunkturausblick eingetrübt hat. Die politischen und wirtschaftlichen Implikationen sowie der Ablauf des Brexit sind derzeit äußerst schwer zu greifen. Wir gehen davon aus, dass sich Europa – wie zuletzt immer – „durchwursteln“ wird. Die EZB wird nicht panisch reagieren, sondern zunächst die ersten Brexit-Folgen abwarten. Aufgrund des Brexit senken wir unsere BIP-Wachstumsprognose für Deutschland für das Jahr 2017 auf 1,3% von zuvor 1,6%. Etwa die Hälfte der Anpassung geht auf eine geringere Exportprognose zurück. Die andere Hälfte entfällt auf eine gesenkte Erwartung für das Plus bei den Ausrüstungsinvestitionen. Die Binnennachfrage dürfte kaum beeinträchtigt werden, da die Treiber intakt sind.

### Q1 2016: Breit gefächerte Stärke der Binnenwirtschaft

Das Anziehen der deutschen Konjunktur zum Start des Jahres 2016 ging auf saisonale Faktoren und einen weniger stark dämpfenden Außenhandel zurück. Im ersten Quartal 2016 beschleunigte sich das BIP-Wachstum von 0,3% gg. Vq. auf 0,7% gg. Vq. deutlich. Im Vergleich zum Vorjahresquartal verlangsamte sich das Wachstum von 2,1% auf 1,3% gg. Vj., was aber hauptsächlich auf Arbeitstageseffekte zurückgeht (bereinigt um Arbeitstage: 1,6% gg. Vj. in Q1; 1,3% gg. Vj. in Q4).

Die Binnenwirtschaft war das dritte Quartal in Folge alleiniger Wachstumstreiber. Die unterstützenden Faktoren blieben unverändert:

- **Positive Arbeitsmarktlage:** Der private Konsum (unverändert bei +0,4% gg. Vq.) profitierte von einem starken Anstieg der verfügbaren Einkommen (+2,5% gg. Vj. vs. zuvor +2,8%), welcher besonders auf den Anstieg der Lohnsumme zurückging (+4,2% gg. Vj. vs. zuvor +4,1%). Die Unternehmens- und Vermögenseinkommen blieben relativ schwach (+0,8% gg. Vj. vs. zuvor -1,0%). Die positive Arbeitsmarktentwicklung hielt an. Der Beschäftigungsanstieg von +0,4% gg. Vq. in Q1 war der stärkste seit Anfang 2008. Getrieben wird die Ausweitung der Beschäftigung insbesondere von der direkten Integration ausländischer Arbeitskräfte, die vor allem aus Osteuropa kamen. Nachdem der Hochpunkt des positiven Ölpreiseffekts auf die realen Einkommen überschritten sein dürfte, fiel die Sparquote auf ihren historischen Durchschnitt zurück (9,6% vs. zuvor 10%).
- **Hohe Staatsausgaben:** Die staatlichen Konsumausgaben zeigten sich robust (+0,5% gg. Vq. vs. zuvor +0,9%). Der enorme Flüchtlingszustrom hinterlässt hier seine Spuren. Wenngleich dieser in den vergangenen Monaten deutlich zurückgegangen ist, dürfte die graduelle Integration der Flüchtlinge in den Arbeitsmarkt (z.B. Integrationsmaßnahmen und Sprach-

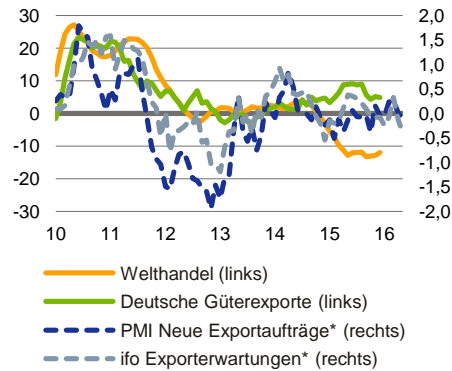


## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 2016

### Gedämpfter Exportausblick

19

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



\* Vorlauf von 3 Monaten

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

kurse) den Staatskonsum weiter unterstützen. Das Wachstum der staatlichen Investitionen dürfte ebenfalls relativ hoch bleiben. Diese fielen zwar zuletzt (-2,0% gg. Vq.), das kam aber nach hohen Ausschlägen nach oben in den beiden Quartalen zuvor (+7,1% gg. Vq. und 2,8%). Zurück geht dies auf höhere Militärausgaben, flüchtlingsbezogene Investitionen in Wohnbauten und generell steigende Infrastrukturinvestitionen. Der zugrundeliegende Aufwärtstrend bei den Staatsinvestitionen dürfte daher weiter intakt sein.

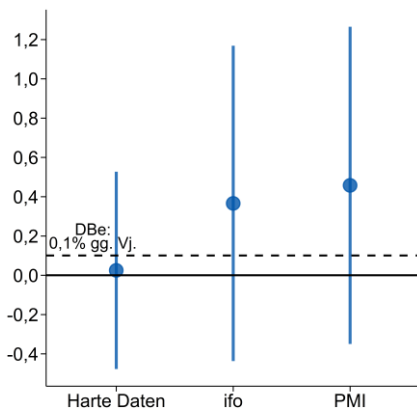
- **Investitionen des Privatsektors** profitierten von einer hohen Baunachfrage. Ausrüstungsinvestitionen des Privatsektors stiegen um 3,0% gg. Vq., nachdem sie in den beiden Quartalen zuvor rückläufig waren. Die Bauinvestitionen des Privatsektors nahmen weiter Fahrt auf (+2,6% gg. Vq.). Investitionen in Wohnbauten (+2,1% gg. Vq.) und Nichtwohnbauten (+3,6% gg. Vq.) wurden ausgeweitet.

Hingegen dämpfte der **Außenhandel** die deutsche Konjunktur erneut, aber in einem geringeren Ausmaß im Vergleich zum Vorquartal (-0,1 %-Punkte vs. -0,5 %-Punkte). Dies ging auf eine Erholung bei den **Exporte** zurück (+1,0% gg. Vq. vs. zuvor -0,6%), die zuvor insbesondere wegen eines deutlichen Rückgangs der Nachfrage aus den OPEC-Ländern und der EWU fielen. **Importe** stiegen etwas wegen der soliden Binnenwirtschaft und der stärkeren exportbedingten Nachfrage nach Zwischengütern.

### BIP Quartalsprognosen für 2016 Q2

20

% gg. Vq., vertikale Linien: 90% Konfidenzintervalle;  
Harte Daten (IP, Einzelhandelsumsätze, Arbeitslosenquote), ifo Erwartungen, PMI Gesamt



Quelle: Deutsche Bank Research

### Q2 Ausblick: Gegenbewegung zu starken Q1-Investitionen und abklingender Öl-Effekt

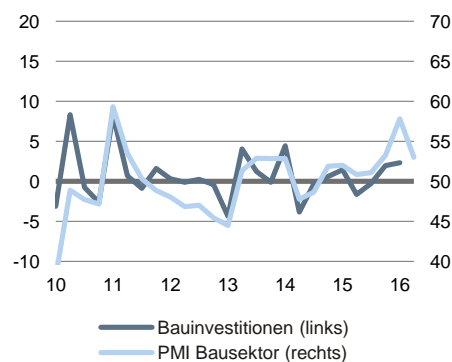
Nach dem über unseren ursprünglichen Erwartungen liegenden Q1-Wachstum haben wir unsere Q2-Wachstumsprognose von 0,3% gg. Vq. auf 0,1% gesenkt. Darauf deuten auch die harten monatlichen Konjunkturdaten hin. Die Stimmungskennzeichen deuten derzeit auf höhere Wachstumsraten (ifo-Geschäftserwartungen: 0,4% gg. Vq.; PMI gesamt: 0,5% gg. Vq.). Diese hatten aber auch im ersten Quartal die saisonalen Effekte nicht angezeigt, liegen aber etwa im Einklang mit der durchschnittlichen Erwartung für H1 2016. Der DB Makro-Überraschungsindex liegt derzeit leicht im positiven Bereich, basiert allerdings noch auf Indikatoren der Pre-Brexit Zeit.

Unsere Einschätzung über die zugrundeliegende Wachstumsstärke hat sich damit allerdings nicht geändert. Wir rechnen damit, dass das schwächere Wachstum auf eine saisonale Gegenbewegung nach dem starken Q1 zurückgeht. Das durchschnittliche Wachstum in Q1 und Q2 liegt mit 0,4% gg. Vq. über dem Wachstum im H2 2015.

### Bau: schwächeres Q2

21

% gg. Vq. (links), Index (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit

Die Gegenbewegung dürfte sich vor allem bei den Bau- und Ausrüstungsinvestitionen zeigen. Nachdem das milde Winterwetter in Q1 für einen kräftigen Schub bei den Bauinvestitionen sorgte und diese so stark wie zuletzt Anfang 2014 expandierten, dürfte die Gegenbewegung – wie damals – im zweiten Quartal relativ kräftig ausfallen. Die ist im Einklang mit der Wettereinschätzung der Unternehmen. Der PMI für den Bausektor deutet auf eine kräftige Verlangsamung in Q2. Außerdem gibt es einen deutlichen Unterhang, da die Bauaktivität im März 1,3% unter dem hohen Q1-Durchschnitt lag.

Die Q1 Stärke der Ausrüstungsinvestitionen dürfte nicht anhalten, da die Kapazitätsauslastung in Q2 wieder gefallen ist (84,4% vs. zuvor 85,1%). Zudem entwickeln sich die Auftragseingänge für inländische Investitionsgüter weiter relativ schwach. Frühindikatoren für die deutschen Exporte, die typischerweise ein Haupttreiber für die Ausrüstungsinvestitionen hiesiger exportabhängiger Unternehmen sind, deuten auch auf eine anhaltende Schwäche hin.

Der private Konsum dürfte in Q2 durch den negativen Effekt der höheren Ölpreise auf die realen verfügbaren Einkommen weniger stark expandieren. Seit

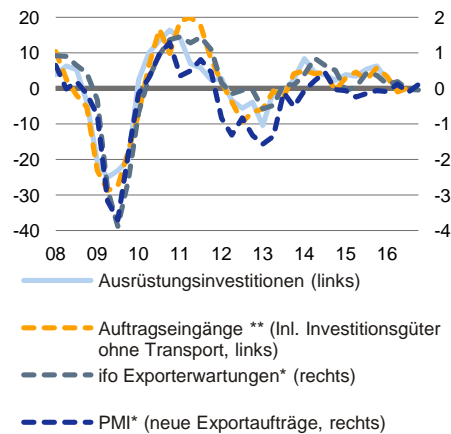


## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 2016

Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten

22

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



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

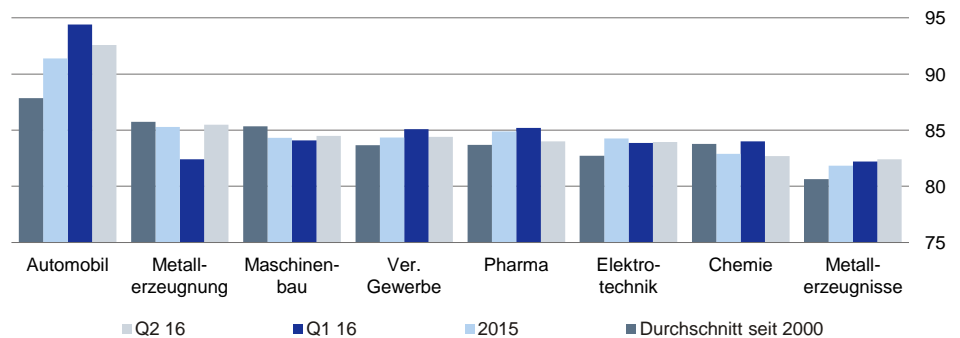
Quellen: ifo, Markit, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

dem Ölpreiseinbruch Mitte 2014 besteht ein relativ enger Zusammenhang zwischen beiden Zeitreihen.

Auslastung der Industrieunternehmen insgesamt nur etwas über dem langfristigen Durchschnitt

23

Kapazitätsauslastung, sb., %

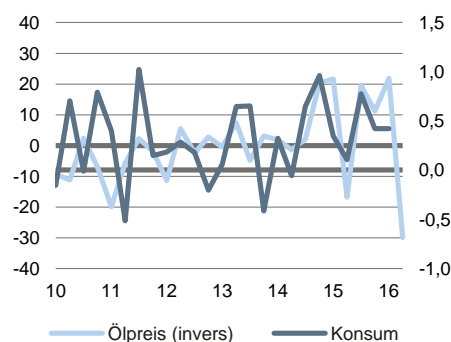


Quelle: ifo

Gestiegener Ölpreis dürfte in Q2 Konsum dämpfen

24

% gg. Vq.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Bloomberg Finance LP

## Stärke der Binnenwirtschaft begrenzt Brexit-Auswirkungen<sup>1</sup>

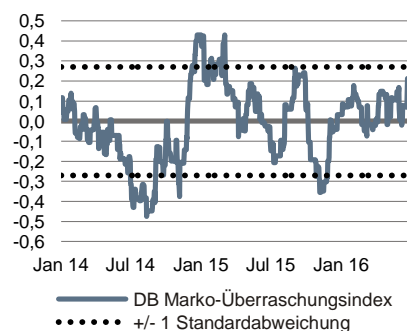
Seit der vorherigen Ausgabe des Monitors Unternehmensfinanzierung Anfang März 2016 führte die überraschende Brexit-Entscheidung dazu, dass sich unser Konjunkturausblick eingetrübt hat. Um die Auswirkungen der britischen Entscheidung, die EU zu verlassen, auf die Konjunktur abschätzen zu können, mussten wir ein politisches Szenario unterstellen. Wir nehmen ein klassisches europäisches „Durchwursteln“ an. Ein großer Schritt Richtung verstärkter Integration in der EU dürfte sehr unwahrscheinlich sein. Das andere Extrem, ein Auseinanderbrechen, ist ebenso unwahrscheinlich.

Bei der Reaktion der Wirtschaftspolitik auf den Brexit dürfte der Fokus auf der EZB liegen. Die EZB dürfte ihre Reaktion von den Finanzmarktbedingungen abhängig machen. Die EZB dürfte aber nicht panisch reagieren. Sie dürfte ihre Handlungsbereitschaft betonen, aber abwarten, bis die Folgen der britischen Entscheidung klarer absehbar sind. Ob die Fiskalpolitik eine stärkere Rolle bei der Stimulierung der Konjunktur spielen sollte, ist ein Dauerthema in Europa. Trotz des wahrscheinlichen negativen Wachstumsschocks dürfte sich die fiskalische Haltung Europas nicht merklich ändern.

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

## BIP-Wachstum 2017: Exporte und Investitionen negativ betroffen

Wir senken unsere BIP-Wachstumsprognose für das Jahr 2017 auf 1,3% von zuvor 1,6%. Etwa die Hälfte der Anpassung geht auf eine geringere Exportprognose (+2,5% ggü. +4,4%) zurück, getrieben von der erwarteten spürbar schwächeren Nachfrage aus Großbritannien und den Zweitrundeneffekten auf andere Handelspartner. UK ist Deutschlands fünftwichtigster Handelspartner, wobei es als Exportzielland auf Rang 3 und als Importherkunftsland auf dem 9. Platz liegt. Insbesondere für die Automobilindustrie und die Pharmabranche hat UK eine hohe Bedeutung.<sup>2</sup>

Die andere Hälfte entfällt auf eine gesenkte Erwartung für das Plus bei den Ausrüstungsinvestitionen. Wir erwarten nun Stagnation (zuvor +1,4%), da die deutsche Industrie aufgrund einer geringeren Kapazitätsauslastung und hoher

<sup>1</sup> Peters, H., Rakau, O. (2016) Deutscher Konsument vs. Brexit, Ausblick Deutschland, Deutsche Bank Research, 4. Juli 2016.

<sup>2</sup> Heymann, E. (2016). Brexit: Deutsche Automobil- und Pharmabranche am meisten betroffen, Aktueller Kommentar, Deutsche Bank Research, 28. Juni 2016.



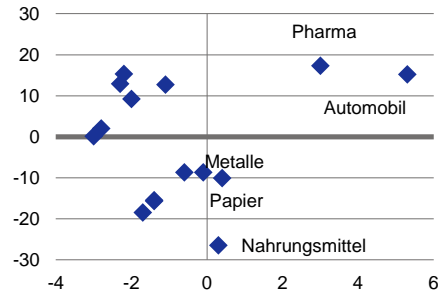


## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 2016

### Brexit: Auto- und Pharma-industrie am meisten betroffen

26

X: Abweichung von Ø UK-Anteil an ges. Exporten des dt. Sektors; Y: Abweich. v. Ø Exportquote\*



\* Abweichung jeweils in %-Punkten  
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Unsicherheit bei den Investitionen Vorsicht walten lassen dürfte. Erste Anzeichen der Brexit-Einflüsse könnten sich schon Ende 2016 zeigen. Daher senken wir unsere BIP-Prognose für das vierte Quartal auf +0,4% gg. Vq. von zuvor +0,5%. Die Jahresprognose für 2016 (1,7%) bleibt davon unberührt.

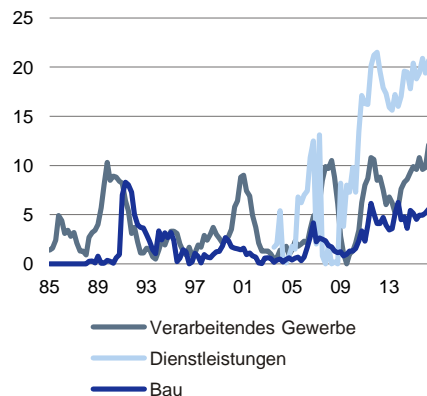
### Robuste Binnennachfrage verhindert Schlimmeres

Die Auswirkungen des Brexit auf andere Komponenten der Binnennachfrage dürften sich in engen Grenzen halten angesichts der ausgesprochen guten Arbeitsmarktlage in Deutschland. Beispielsweise stieg die Arbeitskräfteknappheit in der exportabhängigen Industrie in Q2 trotz nur moderater Kapazitätsauslastung auf ein historisches Hoch. Im Dienstleistungssektor blieb sie nahe der Allzeithochs. Dies bildet die Basis für einen anhaltend starken und von Zuwanderung gestützten Beschäftigungsaufbau bei hohen realen Lohnsteigerungen. Der private Konsum und der (Wohn-)Bau dürften daher die wichtigsten Wachstumstreiber bleiben. Vor allem letzterer ist stark ins Jahr 2016 gestartet.

### Knappes Arbeitsangebot

27

Anteil Unternehmen, die Arbeitsangebot als Hürde für höhere unternehmerische Aktivität nennen, %



Quelle: EU-Kommission

Verschlechterte Finanzmarktbedingungen dürfen – im Gegensatz zu einigen anderen Euro-Staaten – in Deutschland kaum eine (direkte) Rolle spielen, da Unternehmen wie Haushalte sehr niedrige Schuldenstände aufweisen, der Bankensektor über hohe Überschussliquidität verfügt und Kapital Deutschland als sicheren Hafen suchen könnte. Der Staatskonsum (z.B. Ausgaben für Flüchtlinge) und öffentliche Infrastrukturinvestitionen sollten dank robuster Wachstumsraten ebenfalls die Binnenwirtschaft stützen und dürften nicht durch den Brexit beeinflusst werden. Aus reiner Konjunktursicht interpretieren wir den Brexit als einen negativen Nachfrageschock für die deutsche Industrie vor allem in 2017. Darüber hinaus – und bei aller vorhandener Unsicherheit – sehen wir derzeit keinen Grund, unsere Konjunkturaussichten grundlegend zu revidieren.

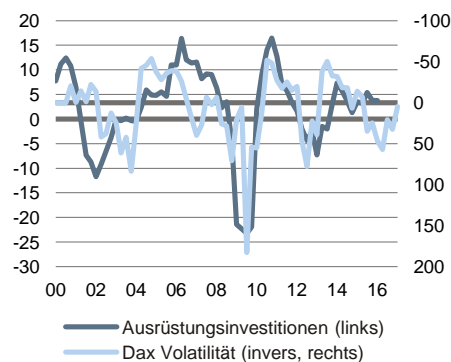
### Abwärtsrisiken für Exportwirtschaft überwiegen ...

Der reale Welthandel stagnierte in den letzten Monaten mehr oder weniger. Zudem sind die Konsenserwartungen für das globale BIP-Wachstum in 2016 & 2017 zuletzt weiter gefallen und der Brexit dürfte dabei noch nicht voll eingepreist sein. Die über die letzten Jahre immer wieder erwartete Beschleunigung des globalen Wachstums könnte also weiter auf sich warten lassen. Daher sehen wir für die Exportnachfrage der deutschen Industrie Abwärtsrisiken. Sie hat einen Anteil von über 20% am deutschen BIP und eine Exportquote von etwa 50%. Unsicherheit über die globalen Wachstumsaussichten (vor allem auch in China) sowie die mit dem Brexit einhergehenden Unwägbarkeiten könnten die Investitionsbereitschaft in Deutschland zudem härter als gedacht treffen. Davon wären vor allem die Ausrüstungsinvestitionen getroffen (7% des BIP).

### Investitionen & Unsicherheit

28

Real, % gg. Vj. (links); % gg. Vj., 3Q Vorlauf (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Bloomberg Finance LP

### ... Aufwärtsrisiken für Binnennachfrage

Die Aufwärtsrisiken für den Bauausblick sind am eindeutigsten. Bauinvestitionen stehen für 10% des BIP. In dem Sektor befinden sich die Kapazitätsauslastung, der Auftragsbestand und das Wachstum der Auftragseingänge zuletzt nahe historischen Hochs. Zusammen mit dem günstigen wirtschaftlichen Umfeld (niedrige Verschuldung der Haushalte und Zinsen; Nachfrageüberhang) deutet dies auf boomende Investitionen hin. Allerdings haben sich die Auslastungsmaße und das Plus der Bauinvestitionen deutlich auseinanderbewegt. Dies deutet auf Kapazitätsengpässe hin, welche die Unternehmen nicht beseitigen können (oder wollen), z.B. aufgrund von Fachkräftemangel. Selbst wenn dies angegangen würde, dürften Effekte auf sich warten lassen. Wir erwarten daher nur ein robustes, kein spektakuläres Plus bei den Bauinvestitionen. Der private Konsum könnte von dem über Erwartung liegenden Beschäftigungswachstum einen

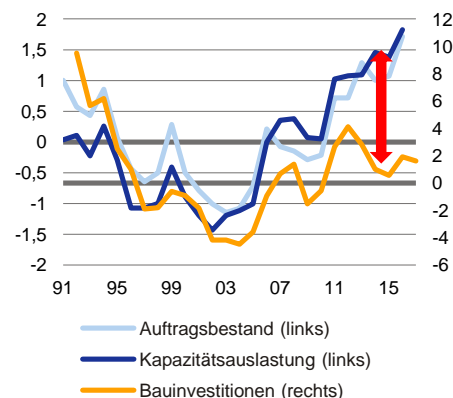


## Anhaltender Aufschwung in Kreditgeschäft und deutscher Konjunktur in Q1 2016

Werden die Baukapazitäten ausgeweitet werden?

29

Bausektor; normalisierte Werte (links); % gg. Vj., 3J-Durchschnitt (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, EU-Kommission, Deutsche Bank Research

Schub erhalten, das von anhaltend hoher Zuwanderung (vor allem aus Osteuropa, insg. etwa 400.000 Zuwanderer in den Arbeitsmarkt) getrieben wird. Dagegen bleibt das Lohnwachstum mit in 2016 bislang unter 2 ½% Wachstum hinter den Erwartungen zurück.

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

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

30

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2015				2016			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,3	1,6	1,7	1,7	1,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,7	0,1	0,5	0,4
Privater Konsum	0,6	0,9	2,0	1,8	1,3	0,4	0,1	0,6	0,4	0,4	0,2	0,5	0,4
Staatsausgaben	0,8	1,7	2,5	2,8	1,8	0,4	0,7	1,3	0,9	0,5	0,7	0,8	0,8
Anlageinvestitionen	-1,3	3,5	2,2	2,7	1,2	1,7	-0,4	-0,3	1,4	1,8	-0,5	0,2	0,3
Ausrüstungen	-2,3	4,5	4,8	3,0	0,0	1,9	0,5	-0,8	1,0	1,9	-0,5	0,6	0,1
Bau	-1,1	2,9	0,3	3,0	2,2	1,8	-1,3	-0,3	2,0	2,3	-0,9	-0,2	0,4
Lager, %-Punkte	0,6	-0,3	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Exporte	1,6	4,0	5,4	2,5	2,8	1,5	1,8	0,2	-0,6	1,0	0,8	1,1	0,5
Importe	3,1	3,7	5,8	4,0	3,2	2,1	0,5	1,1	0,5	1,4	1,0	1,1	0,6
Nettoexport, %-Punkte	-0,5	0,4	0,3	-0,5	0,0	-0,2	0,6	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	0,1	0,0
Konsumentenpreise*	1,5	0,9	0,2	0,5	1,5	0,0	0,5	0,1	0,3	0,3	0,1	0,7	1,1
Arbeitslosenquote, %	6,9	6,7	6,4	6,2	6,6	6,5	6,4	6,4	6,3	6,2	6,1	6,2	6,4
Industrieproduktion	0,1	1,5	0,5	1,3									
Budgetsaldo, % BIP	-0,1	0,3	0,7	0,0	-0,2								
Öff. Schuldenstand, % BIP	77,2	74,7	71,2	69,4	67,4								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,5	7,3	8,5	8,1	7,6								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	190	213	257	255	247								

\*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 2016. 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.