



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

3. Quartal 2014

12. Dezember 2014

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

Kreditgeschäft zurück in der Stagnation. Das starke zweite Quartal entpuppte sich wie befürchtet als Strohfeder, denn trotz einer leichten Lockerung der Kreditstandards war die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Q3 wieder von Lethargie geprägt. Dabei gab es Rückschläge bei fast allen exportorientierten Industrien, während eher von der Binnenkonjunktur abhängige Branchen überwiegend Wachstum verzeichneten. Im Dienstleistungssektor war das Bild gemischt. Die Unterschiede im Kreditwachstum zwischen den einzelnen Bankengruppen nahmen weiter ab; selbst Landesbanken und Auslandsbanken steigerten ihr Kreditvolumen moderat, im Gegensatz zu den staatlichen Förderbanken. Das Einlagengeschäft drehte ins Plus – angesichts der aufkommenden Diskussion um negative Zinssätze durchaus überraschend. Das Zinsniveau rutschte auf breiter Front weiter ab und verzeichnete in vielen Kategorien neue Rekordtiefs.

Im Einklang mit dem durchwachsenen Kreditgeschäft schnitten die alternativen Finanzierungsquellen zwischen Juni und September überwiegend solide ab. Commercial Paper schrumpften weniger drastisch als zuvor, das Anleihevolumen wuchs ähnlich stark wie in den meisten Vorquartalen und am Aktienmarkt gab es mehrere Kapitalerhöhungen bzw. Börsengänge. Im Leasinggeschäft gewann der bereits laufende Aufschwung sogar noch an Dynamik.

Konjunktur

Nach schwachem Winterhalbjahr moderate Konjunkturerholung. Im Q3 wuchs die deutsche Wirtschaft wie erwartet wieder leicht (BIP: +0,1% gg. Vq). Die Binnenwirtschaft dämpfte das Wachstum, wobei der positive Nettoexport dies überkompensierte. Der deutliche Anstieg des Konsums konnte die Schwäche bei den Investitionen und den kräftigen Lagerabbau nicht ausgleichen. Die Ausrüstungsinvestitionen gaben deutlich nach und die Bauinvestitionen stagnierten. Dämpfend wirkten die generell schwache Entwicklung der Weltkonjunktur, teilweise unterausgelastete Kapazitäten und zahlreiche geopolitische Risiken.

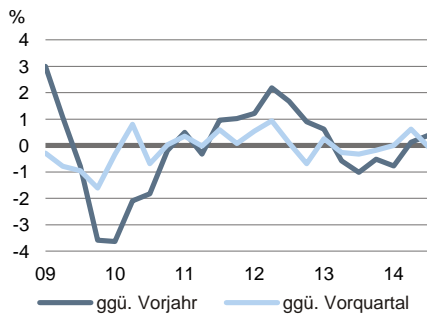
Wir erwarten im Winterhalbjahr wenig mehr als eine Stagnation der deutschen Wirtschaft. Im Laufe des nächsten Jahres dürfte die Konjunktur dank der US-getriebenen Beschleunigung der Weltwirtschaft, des schwächeren Euro und der Unterstützung des Konsums durch die niedrigen Rohstoffpreise moderat anziehen. Durch den schwachen Start in das Jahr dürfe das Wachstum im Jahr 2015 mit 1,0% unter dem diesjährigen von 1,4% liegen. Hauptwachstumstreiber wird wahrscheinlich weiter der private Konsum sein. Allerdings dürfte die gute Arbeitsmarktlage durch die Reformen der großen Koalition (Einführung des Mindestlohns und Rentenpaket) einen Dämpfer erhalten. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften nur sehr schwach zulegen und Ersatzinvestitionen dürften im Vordergrund stehen. Dank des immer noch lebhaften Wohnungsbaus dürften die Bauinvestitionen ebenfalls steigen. Die Nettoexporte werden wohl im Jahr 2015 keinen Wachstumsbeitrag leisten.



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

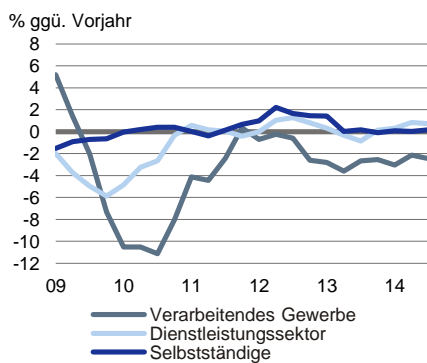
Nach einem starken zweiten Quartal fiel die Kreditvergabe zwischen Juni und September wieder in weitgehende Lethargie zurück – wie befürchtet macht eine Schwalbe also in der Tat keinen Sommer. Die Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige schrumpften um EUR 0,6 Mrd. bzw. 0,1% gegenüber Vorquartal, womit sich im Großen und Ganzen die Stagnation der vergangenen beiden Jahre fortsetzte. Der Vorjahresvergleich verbesserte sich trotzdem leicht auf +0,5%. Damit bleibt die Kreditentwicklung weiterhin hinter dem Verlauf der Konjunktur und dem erwarteten moderaten Wachstum der Gesamtwirtschaft in diesem Jahr zurück (zu den Details siehe Teil 2 im Anschluss).

Im **Euroraum** insgesamt hielten die jüngsten Trends unverändert an – das Kreditvolumen mit Unternehmen war gegenüber Ende Juni weiter rückläufig (-0,7%), doch andererseits machte der 12-Monats-Vergleich (nur noch -2,5%) den nächsten kleinen Schritt in Richtung Stabilisierung. Zu Euphorie besteht jedoch weder in der Währungsunion insgesamt noch in Deutschland Anlass.

Mit Blick auf die einzelnen **Sektoren** in Deutschland nahm die langfristige Tal-fahrt bei den Krediten an das Verarbeitende Gewerbe erneut Tempo auf (-1,5% ggü. Vq.; -2,5% ggü. Vj.). Auch bei den Dienstleistungsunternehmen gab es nach einem sehr positiven Q2 einen Rückschlag und die Jahresrate sank etwas (auf +0,7%). Verhältnismäßig solide schnitten dagegen die Kredite an Selbstständige ab (0,2% ggü. Vj.).

... nach Branche

2



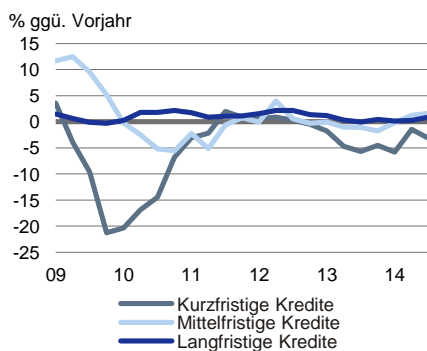
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich einzelner Branchen gab es einen auffälligen, starken Kontrast: Einerseits schwächelte in Q3 die Mehrzahl der für die deutsche Volkswirtschaft wichtigen klassischen Industrien: Maschinenbau/Auto verzeichnete ebenso einen Rückgang (-1,4% ggü. Vq.) wie Metall (-1%), IT/Elektronik (-2,1%) und die Chemie (-6,4%), deren Einbruch die Zuwächse der vorangegangenen vier Quartale sogar komplett zunichte machte. Maschinenbau/Auto wiederum liegt damit weiter fast ein Drittel unter dem während der Finanzkrise erreichten Niveau.

Andererseits legten Branchen außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes – die eher von der Binnenkonjunktur und weniger von der Exportnachfrage abhängen – fast ausnahmslos zu; z.B. Bau (0,7%), Handel (1,3%), Versorger (0,6%), Landwirtschaft (1,8%) und Verkehr (0,9%). Die Versorger, einer der stärksten Wachstumsbereiche im Kreditgeschäft mit deutschen Unternehmen, haben ihr Kreditvolumen seit 2008 sogar um mehr als drei Viertel gesteigert, auch wenn sich das Tempo zuletzt verlangsamte. Gemischt war schließlich das Bild im Dienstleistungssektor. Einem moderaten Plus von 0,3% zwischen Juni und September bei Telekom/Beratung/Werbung (den unternehmensnahen Dienstleistungen) stand ein leichtes Minus bei der Gesundheit (-0,4%) und, trotz der laufenden Diskussion über eine drohende Immobilienblase, bei den immobilienbezogenen Branchen gegenüber.

... nach Fristigkeit*

3



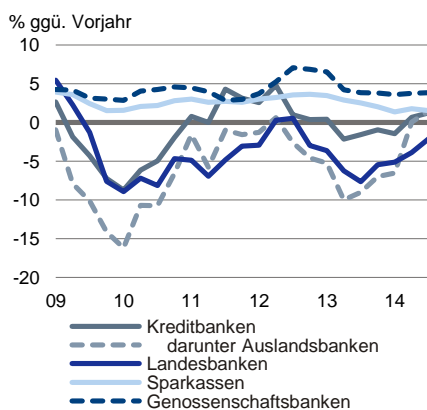
* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Nach **Fristigkeiten** betrachtet verlief das dritte Quartal überwiegend entsprechend saisonaler Muster: Bei kurzfristigen Krediten gab es ein deutliches Minus (-3,2% im Quartalsvergleich), die Kredite mit Laufzeit 1-5 Jahre stagnierten, wohingegen die längerfristigen Ausleihungen einen soliden Anstieg verzeichneten (+0,5%). Der Trend der letzten Jahre zu einer eher langfristigen Finanzierung setzt sich damit fort. Der Anteil kurzlaufender Kredite ist seit der Finanzkrise um 5 %-Punkte auf nur noch gut 13% gesunken, der von über 5-jährigen Krediten hingegen im selben Maß auf fast 75% gestiegen – angesichts der historisch günstigen Finanzierungskosten durchaus eine logische Entwicklung.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

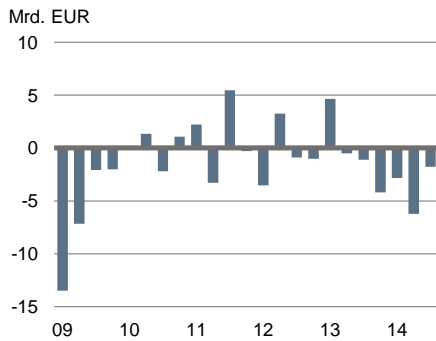
Mit Blick auf die unterschiedlichen **Bankengruppen** hält die seit etwa einem Jahr zu beobachtende Tendenz zur Konvergenz an. Eines der bemerkenswertesten Ergebnisse ist, dass das Geschäft der Auslandsbanken aktuell so stark wächst (1,5% ggü. Vj.) wie zuletzt 2008, vor Lehman Brothers. Auch die Landesbanken



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

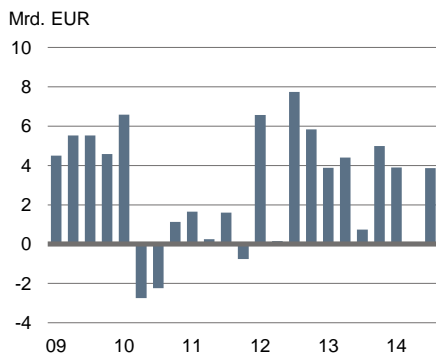
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

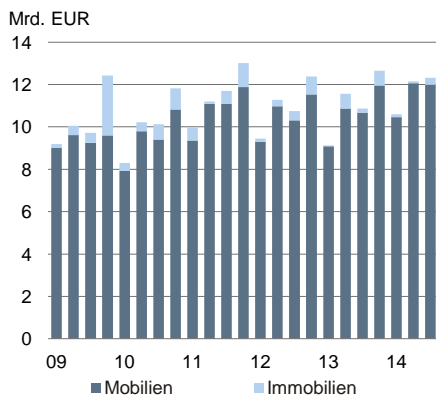
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuvolumen

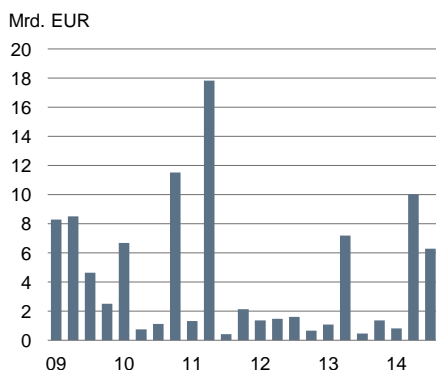
7



Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

scheinen langsam Licht am Ende des Tunnels zu sehen – hier gab es das erste Quartalswachstum seit zweieinhalb Jahren, wodurch sich die Veränderung im Jahresvergleich auf nur noch -2,1% verbesserte. Ein unspektakuläres Quartal erlebten die inländischen Kreditbanken, die Sparkassen (1,5% ggü. Vj.) verzeichnen unverändert ein moderates, die Genossenschaftsbanken (3,8%) ein kräftiges Wachstum. Die einzige Bankengruppe, die momentan eindeutig den Rückwärtsgang eingelegt hat, sind die Banken mit Sonderaufgaben, d.h. die staatlichen Förderbanken. Auch hier blieb der Vergleich ggü. Vj. trotz des dritten Quartalsminus hintereinander vorerst noch positiv mit 1,1%. Offenbar nehmen die Förderbanken aber die bessere Entwicklung bei anderen Bankengruppen zum Anlass, am Markt selbst etwas restriktiver aufzutreten.

Andere Finanzierungsquellen

Angesichts des durchwachsenen Verlaufs des Kreditgeschäfts wenig überraschend, legten die übrigen externen Finanzierungsquellen deutscher Unternehmen ein recht solides drittes Quartal hin. **Commercial Paper** schrumpften zwar zum sechsten Mal in Folge, allerdings hielt sich der Rückgang relativ in Grenzen (EUR -1,8 Mrd.). Insgesamt zeichnet sich jedoch für 2014 das zweit-schlechteste Jahr für Commercial Paper seit der Wiedervereinigung ab.

Nach einem Ausreißer nach unten in Q2 lief es auch bei den Emissionen von **Unternehmensanleihen** zwischen Juni und September wieder deutlich besser. Der Nettowert von EUR 3,9 Mrd. lag mehr oder weniger auf dem Niveau der meisten Vorquartale, wobei der größte Schwung auch erst einmal wieder vorbei zu sein scheint. Ähnlich sieht das Bild übrigens auf europäischer Ebene aus, wo sich eine gewisse Normalisierung nach zwei sehr guten Vorjahren andeutet.

Im **Leasinggeschäft** blieb der seit rund einem Jahr feststellbare Aufwärtstrend in Q3 nicht nur bestehen, sondern gewann zusätzlich an Dynamik. Genaugenommen war das Neuvolumen von EUR 12 Mrd. (+12% ggü. Vj.) im Mobilenleasing sogar das höchste in einem solchen Zeitraum seit 2008. Einer der wichtigsten Wachstumstreiber war dabei das Leasing von Maschinen. Selbst das leidgeprüfte Immobilienleasing verbuchte mit EUR 340 Mio. immerhin ein höheres Resultat als im Vorjahr.

Das Geschäft mit Emissionen am **Aktienmarkt** profitierte von mehreren Kapitalerhöhungen bzw. Börsengängen von Internet-Unternehmen und kam mit einem Volumen von EUR 6,3 Mrd. auf das drittbeste Quartalsergebnis der letzten drei Jahre. Möglicherweise hat die gute Entwicklung am deutschen Aktienmarkt mit dem erstmaligen Überspringen der Marke von 10.000 Punkten im Dax im Frühsommer doch den Appetit einiger Emittenten geweckt. Offen bleibt angesichts der jedoch weiterhin begrenzten Zahl von Transaktionen, ob daraus auch für 2015 eine breitere Bewegung entstehen kann.

Einlagenvolumen

Bemerkenswerterweise legten die Unternehmen und Selbstständigen trotz der aufkommenden Diskussion über negative Einlagenzinssätze im dritten Quartal unter dem Strich erstmals seit Längerem wieder deutlich mehr Gelder in Form von Einlagen bei den Banken an. Gleichzeitig hielt die ebenso schon seit ungefähr drei Jahren stattfindende Umschichtung von längerfristigen Termingeldern (EUR -7,8 Mrd.) zu täglich verfügbaren Sichteinlagen (EUR +25,4 Mrd.) unvermindert an, so dass sich in Summe ein Zuwachs ggü. Vq. von EUR 17,6 Mrd. bzw. 1,5% ergab. Der Vorjahresvergleich sprang dadurch überraschend ins Plus – die 0,7% sind gleichzeitig der beste Wert seit zweieinhalb Jahren. Dass dieses Ergebnis mehr ist als nur eine „Eintagsfliege“ und stattdessen schon eine echte Umkehr des negativen Trends einläuten könnte, daran scheinen angesichts des unattraktiven Zinsumfelds dennoch Zweifel angebracht.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

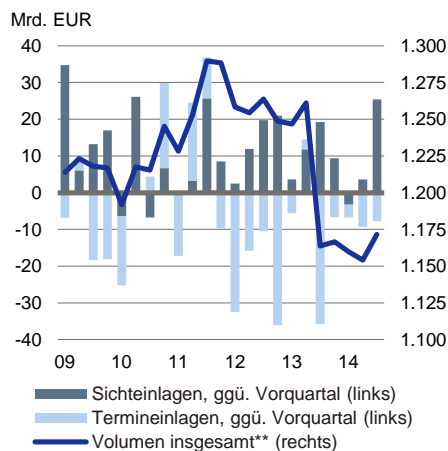
Die deutschen Banken (netto 3% der Institute) meldeten in der letzten Umfrage



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 aufgrund einer statistischen Umklassifizierung.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

erstmals seit einem Jahr wieder eine leichte Lockerung der **Kreditvergabebedingungen**, für kurz- und langfristige Ausleihungen. Allerdings gab es ein Nachlassen laut Aussage der Banken nur bei Krediten an große Unternehmen, nicht an KMUs, die zugegebenermaßen in den letzten Jahren von einer stärkeren Lockerung profitiert hatten. Die Banken berichteten auch von einem beschleunigten Abrutschen der Margen, sowohl für durchschnittliche (vermeldet von 13%) als auch riskantere Kredite (6%). Auf anderen Gebieten sanken die Kreditstandards ebenfalls schneller als zuvor, insbesondere bei den Kreditnebenkosten, Zusatzvereinbarungen (Covenants) und mit Blick auf die Fristigkeiten. Anekdotische Evidenz hatte dies bereits seit Längerem angedeutet, mittlerweile schlägt sich der harte Wettbewerb und die bessere Refinanzierungs- und Liquiditätslage der Banken aber auch in den Umfrageergebnissen nieder.

Im Euroraum insgesamt war die Entwicklung im Großen und Ganzen eine ähnliche, mit einer bedeutenden Ausnahme – hier berichteten (ähnlich wie in den beiden Vorquartalen) ganze 22% der Banken über geringere Margen bei durchschnittlichen Unternehmenskrediten, während die Margen bei riskanten Krediten praktisch unverändert blieben.

Die **Kreditnachfrage** in Deutschland und im Euroraum legte in Q3 leicht zu (jeweils berichtet von 6% der Banken) und damit einmal mehr deutlich weniger als in der Umfrage zuvor erwartet. Die Nachfrage seitens großer deutscher Unternehmen und nach langfristigen Krediten entwickelte sich positiv (was sich mit der tatsächlichen Kreditvergabe wie oben beschrieben deckt), die Nachfrage seitens KMUs und nach kurzfristigen Mitteln dagegen negativ. Die netto 9% der Banken, die eine Zunahme bei Langfriskrediten sahen, waren dabei der höchste Wert seit drei Jahren. Nachfragesteigernd wirkte v.a. der Finanzierungsbedarf aufgrund von Übernahmen/Fusionen und Unternehmensumstrukturierungen (nicht dagegen aufgrund von Investitionen); dämpfend u.a. die Konkurrenz durch andere Banken – die Verfügbarkeit anderer Finanzierungsquellen dagegen kaum. Die Banken sehen also momentan weder nicht-traditionelle Kreditanbieter noch den Aktien- oder Anleihemarkt als ihre Hauptwettbewerber an.

Für das **laufende Quartal** gehen die Banken in Deutschland ebenso wie in Euro-land insgesamt (6% der Institute) von einer weiteren moderaten Lockerung der Kreditkonditionen aus. Auffällig aber die plötzliche Skepsis deutscher Banken hinsichtlich der Kreditnachfrage; hier erwarten 6% eine Verringerung. Einen solchen Pessimismus hat es zuvor im ganzen vergangenen Jahrzehnt überhaupt erst in drei Quartalen gegeben – möglicherweise spiegeln sich hierin die eingetrübten Konjunkturaussichten (und endlich eine größere Realitätsnähe) wider. Im Gegensatz dazu prognostizieren die Banken im Euroraum insgesamt (17%) unbeirrt eine weiter wachsende Nachfrage.

Zinssätze

Auch im dritten Quartal ging es mit dem Zinsniveau auf breiter Front abwärts. Im **Kredit-Neugeschäft** mit deutschen Unternehmen wurden weitere drastische Rückgänge bei Krediten an Selbstständige und Personengesellschaften (-0,3 %-Punkte) ebenso wie bei Kleinkrediten von < EUR 1 Mio. (-0,2 %-Punkte) verzeichnet. Aber auch bei Großkrediten bröckelte der Durchschnittszins erneut, um 9 Bp, auf nur noch 1,67%, das nächste Rekordtief. Bei den verschiedenen Zinsbindungsfristen blieben die ohnehin „teuersten“ Kredite mit Zinsbindung von 1-5 Jahren faktisch stabil; dafür rutschten sowohl variabel verzinst als auch langfristige Festzinskredite (Zinsbindung > 5 Jahre) auf neue historische Niedrigstwerte. Gleiches gilt, wenig überraschend, für die Zinsen auf **Sicht- und Termineinlagen**, die mittlerweile beide im Bereich von 0,1-0,2% angekommen sind.

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

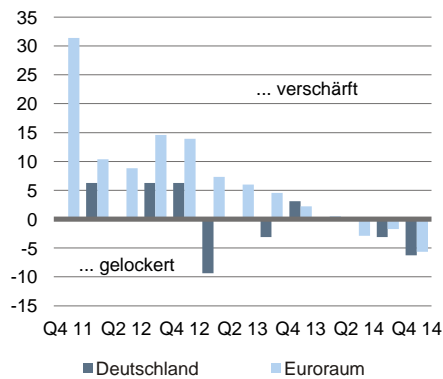
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail.



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

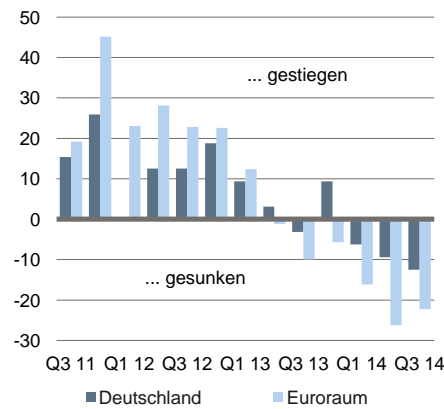


* Q4 14 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

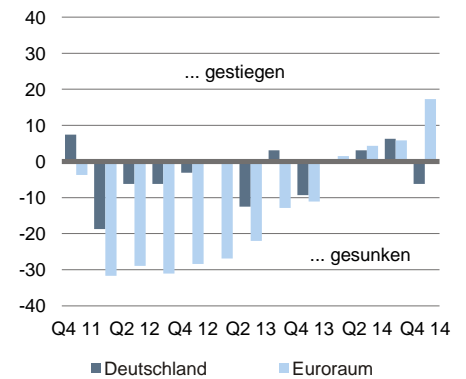
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

12

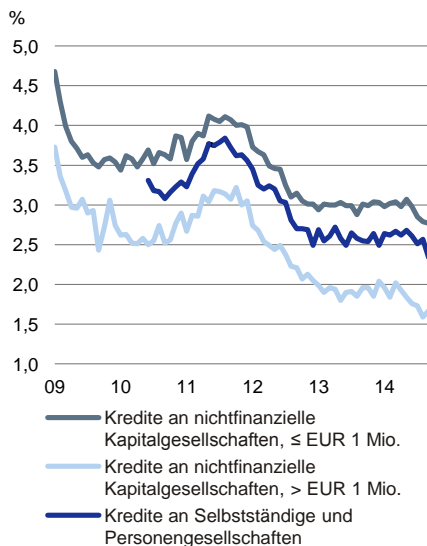


* Q4 14 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

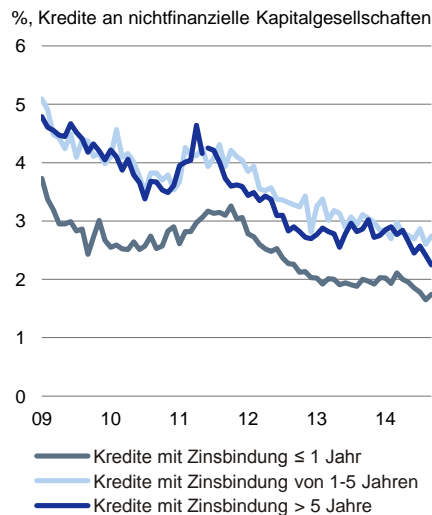
13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

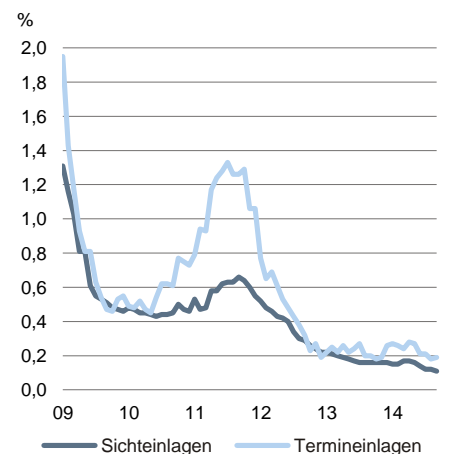
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15

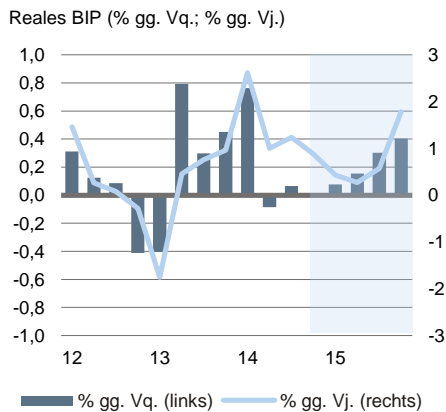


Quelle: EZB



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

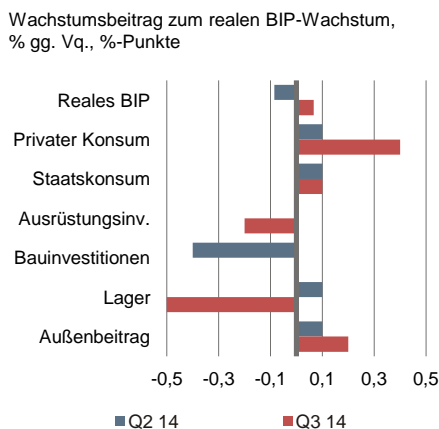
Deutsche Konjunktorentwicklung 16



Nach schwachem Winterhalbjahr moderate Konjunkturerholung in 2015

- Wie erwartet wuchs die deutsche Wirtschaft im dritten Quartal (+0,1% gg. Vq.) nur leicht und schrammte damit an einer technischen Rezession vorbei. Die Binnenwirtschaft dämpfte das Wachstum leicht, was durch den positiven Nettoexport ausgeglichen werden konnte. Der deutliche Anstieg des Konsums konnte die Schwäche bei den Investitionen und den kräftigen Lagerabbau nicht ausgleichen. Die Ausrüstungsinvestitionen gaben deutlich nach und die Bauinvestitionen stagnierten. Die schwache Entwicklung der Weltkonjunktur, teilweise unterausgelastete Kapazitäten und die erhöhte Unsicherheit in Folge der zahlreichen geopolitischen Risiken dämpften.
- Wir erwarten über das Winterhalbjahr wenig mehr als Stagnation der deutschen Wirtschaft. Im Laufe des nächsten Jahres dürfte die Konjunktur dank der US-getriebenen Beschleunigung der Weltwirtschaft, des schwächeren Euro und einer Unterstützung des Konsums durch die niedrigen Rohstoffpreise moderat anziehen. Durch den schwachen Start in das Jahr dürfte das Wachstum im Jahr 2015 mit 1,0% unter dem diesjährigen von 1,4% liegen.
- Hauptwachstumstreiber dürfte im Jahr 2015 weiter der Konsum sein. Allerdings dürfte die gute Arbeitsmarktlage durch die Reformen der großen Koalition (Einführung des Mindestlohns und Rentenpaket) einen Dämpfer erhalten.
- Die Ausrüstungsinvestitionen dürften zwar im nächsten Jahr wieder leicht zulegen, aber dabei dürften Ersatzinvestitionen im Vordergrund stehen. Dank des immer noch lebhaften Wohnungsbaus dürften die Bauinvestitionen ebenfalls steigen. Die Nettoexporte werden wohl im Jahr 2015 keinen Wachstumsbeitrag leisten.

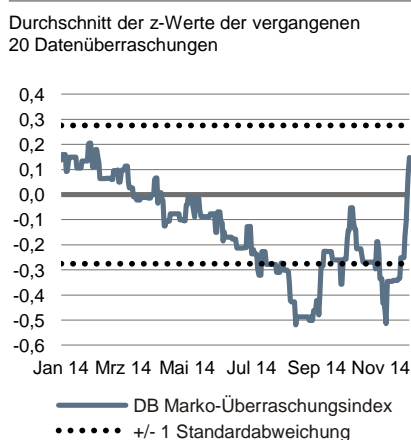
Investitionen und Lagerabbau dämpfen Wachstum in Q3 2014 17



Q3 2014: Deutsche Wirtschaft wächst wieder leicht (+0,1% gg. Vq.)

Obwohl sich die deutsche Wirtschaft bei zunehmendem internationalem Gegenwind in der ersten Jahreshälfte robust entwickelte und mit 0,3% etwa mit der Potentialrate wuchs, schwächte sich das Wachstum zuletzt ab. Verzerrungen durch die wetterbedingten kräftigen Bewegungen im Bausektor sorgten im zweiten Quartal für eine leichte Schrumpfung des BIP. **Im dritten Quartal expandierte die deutsche Wirtschaft leicht um 0,1% gg. Vq. und schrammte damit knapp an einer technischen Rezession vorbei.** Die Wirtschaftsaktivität lag damit 1,2% über dem Vorjahresniveau. Die Weltkonjunktur blieb weiter schwach, insbesondere in einigen Hauptzielländern deutscher Exporte (Frankreich 9% der Exporte, China 7%, Italien 5%). Zusätzlich entwickelt sich der Welthandel, entgegen der vor der Krise typischen Outperformance, nur noch etwa so stark wie das globale BIP. Zusammen mit den anhaltenden geopolitischen Risiken liegen diese Faktoren weiter wie Mehltau auf der externen Nachfrage nach deutschen Produkten und der Bereitschaft der Unternehmen, ihre Kapazitäten durch Erweiterungsinvestitionen auszuweiten. **Allerdings stieg zuletzt der DB Makro-Überraschungsindex – das erste Mal seit Mai dieses Jahres – wieder in den positiven Bereich. Die letzten Konjunkturindikatoren entwickelten sich damit besser als die (teilweise pessimistischen) Markterwartungen.**

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland 18



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

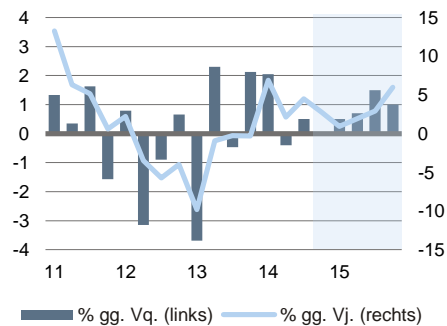
Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Die **Binnenwirtschaft** dämpfte das Wachstum im dritten Quartal. Die gute Konsumententwicklung konnte die schwachen Investitionen und den Lagerabbau nicht kompensieren. Die anhaltend positive Arbeitsmarktentwicklung und die erhöhte Nettozuwanderung – vor allem aus Osteuropa – unterstützen die Entwicklung des privaten Konsums. Die Nettolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer stiegen um 0,5% gg. Vq. und die Anzahl der Beschäftigten um 0,8% gg. Vq. Die Erwerbsquote (54,4%) stieg erneut an – auf den höchsten Wert seit der Wieder-



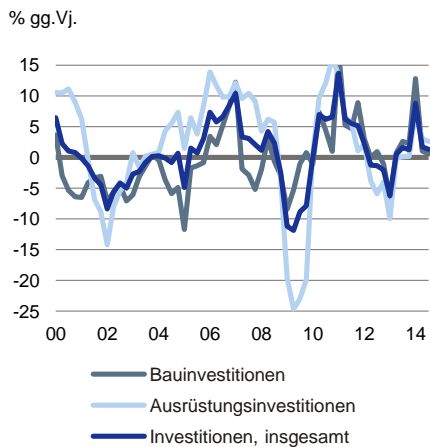
Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Ausrüstungsinvestitionen 19



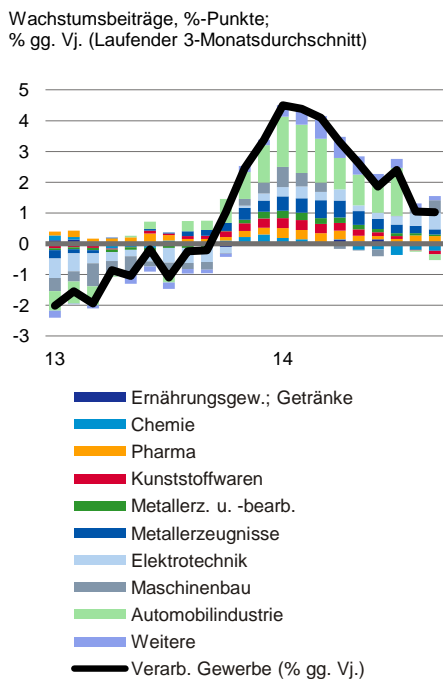
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Schwache Investitionen in Q3 20



Quelle: Statistisches Bundesamt

Sogar Automobilindustrie zuletzt etwas schwächer 21



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

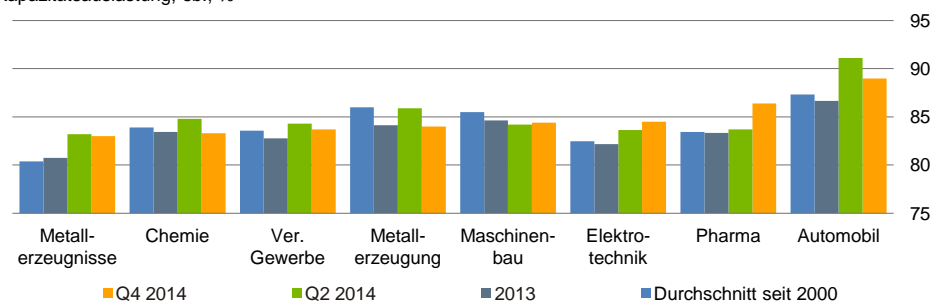
vereinigung. Die Konsumausgaben stiegen im Vergleich zum Vorjahr vor allem fürs Wohnen und in den Bereichen Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren sowie Verkehr und Nachrichtenübermittlung.

Die **Bruttoanlageinvestitionen** entwickelten sich erneut enttäuschend. Die **Bauinvestitionen** schrumpften – nach der witterungsbedingten Gegenbewegung im zweiten Quartal – wiederholt. Sie liegen aber noch leicht über dem Vorjahresniveau. Der Rückgang bei den Nichtwohnbauten war stärker als bei den Wohnbauten (-0,1% vs. -0,7% gg. Vq.). Die **Ausrüstungsinvestitionen** fielen im dritten Quartal deutlich um 2,3% gg. Vq. und verdeutlichen die Abschwächung der Investitionskonjunktur. Die Kapazitätsauslastung des Verarbeitenden Gewerbes ging im vierten Quartal erneut zurück und liegt damit auf etwa auf dem langfristigen Durchschnitt von etwa 83½%, aber noch über dem Vorjahreswert von 83%. Daher dürften die Unternehmen hauptsächlich Ersatzinvestitionen tätigen. Die anhaltend verhaltende Nachfrage aus dem In- und Ausland und die weiter hohe Unsicherheit deuten auf eine Fortsetzung der schwachen Entwicklung hin. Am höchsten und deutlich über dem langfristigen Durchschnitt ist die Kapazitätsauslastung weiterhin im Automobilsektor. Aber sogar die Automobilindustrie schwächte sich zuletzt ab.

Die **Nettoexporte** trugen moderat zum BIP-Wachstum im dritten Quartal bei. Die preisbereinigten **Exporte** stiegen um 1,9% gg. Vq. und lagen 4,8% über dem Vorjahresniveau. Die im Vergleich zum Vorjahr gestiegene Nachfrage geht insbesondere auf eine höhere Nachfrage aus China, dem Vereinigten Königreich und den USA zurück. Stärker nachgefragt wurden vor allem Autos. Im Zeichen der Russland-Ukraine-Krise lagen die Exporte nach Russland, die etwa 2,5% der Gesamtexporte ausmachen, im bisherigen Jahresverlauf (Januar bis September) etwa 15% unter dem Vorjahresniveau. Die Importe stiegen weniger stark als die Exporte (1,7% gg. Vq. 3,6% gg. Vj.), so dass die Nettoexporte im dritten Quartal 0,2%-Punkte zum Wachstum beitrugen.

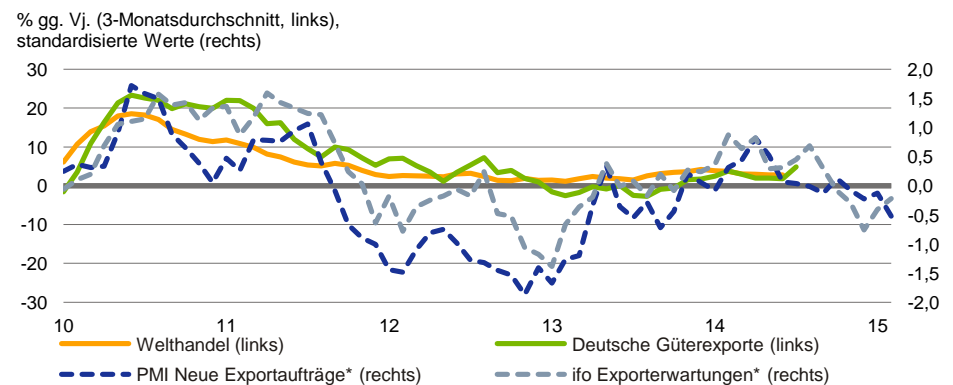
Auslastung der Industrieunternehmen in Q4 wieder leicht gesunken, aber noch etwas über langfristigen Durchschnitt

Kapazitätsauslastung, sb., %



Quelle: ifo

Stimmungsindikatoren für den Export deutlich gefallen 23



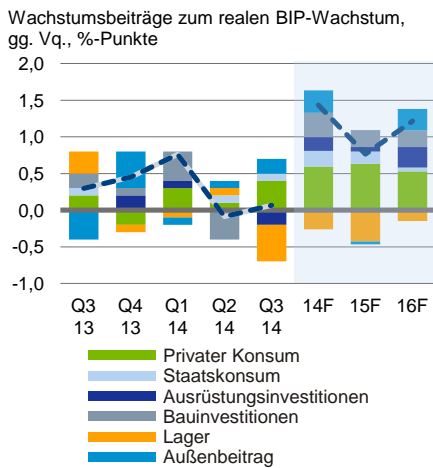
* Vorlauf von 3 Monaten

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



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Q3 marginales Wachstum - privater Konsum Hauptwachstumstreiber 24



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wahrscheinlich Stagnation in Q4

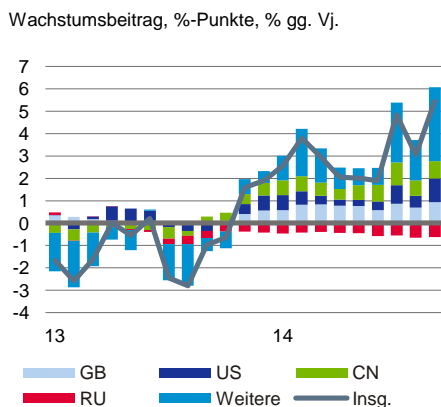
Die deutsche Wirtschaft dürfte im vierten Quartal nur stagnieren. Stimmungsindikatoren deuten derzeit zwar auf ein leicht positives Wachstum hin, beide Indikatoren überzeichneten das Wachstum allerdings in den vergangenen Quartalen. **Im Jahresdurchschnitt 2014 dürfte das Wachstum bei 1,4% gg. Vj. liegen, nach 0,1% im Jahr 2013.**

Privater Konsum Stabilitätsanker im Jahr 2015

Nach einem schwachen Winterhalbjahr rechnen wir mit einer moderaten Beschleunigung des Wachstums im Verlauf des Jahres 2015. Die Wirtschaftsaktivität dürfte um 1,0% steigen. Diese Prognose basiert darauf, dass die EZB ihre Geldpolitik noch expansiver ausrichtet (QE), die Weltwirtschaft sich dank einer dynamischen Entwicklung in den USA merklich beschleunigt, ein schwächerer Euro die deutschen Exporte unterstützt und der anhaltend schwache Ölpreis die inländische Kaufkraft erhöht.

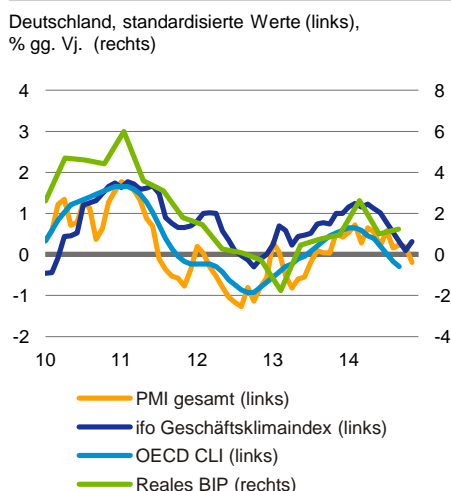
Dämpfend auf das Wachstum wirken über den Prognosehorizont anhaltende geopolitische Risiken, insbesondere der Ukraine-Russland-Konflikt, und die beiden großen Reformprojekte der großen Koalition. Die Einführung des Mindestlohns von EUR 8,50 dürfte erhebliche negative Beschäftigungseffekte nach sich ziehen, den (Wieder-)Einstieg in den Arbeitsmarkt vor allem von Problemgruppen erheblich erschweren und damit die strukturelle Arbeitslosigkeit erhöhen – mit deutlichen negativen fiskalischen Effekten. Die Reduktion der Ungleichheit der Bruttolohnverteilung wird durch das teilweise Herausdrängen der Arbeitnehmer mit der geringsten Produktivität erkaufte. Der Beschäftigungsaufbau dürfte trotz hoher Nettozuwanderung von der Mindestlohneinführung im Jahr 2015 gestoppt werden. Die Wirkung des Rentenpakets, insbesondere die Rente mit 63, ist ebenfalls negativ und vor dem Hintergrund der massiven demographischen Herausforderungen kontraproduktiv. Es ist mit der Rückkehr zur Frühverrentung ein Geschenk an die Älteren und eine Belastung für Jüngere mit erheblichen negativen Auswirkungen auf die Staatsfinanzen. Zudem dürfte es zu einer Verschärfung des Fachkräftemangels und zu einem deutlichen Verlust an betriebsspezifischem Humankapital kommen.

Russland schwächt deutsche Exportentwicklung 25



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

BIP-Wachstum und Frühindikatoren 26



Quellen: Markit, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt

Die Binnenwirtschaft dürfte der Hauptwachstumstreiber sein. In diesem Jahr dürften rund 80% und im nächsten Jahr nahezu das komplette BIP-Wachstum darauf zurückgehen. Vor allem der private Konsum dürfte sich trotz des Dämpfers durch den Mindestlohn robust entwickeln und mit rund 1,5% Wachstum so kräftig wie seit 3 Jahren nicht mehr expandieren. Die Beschäftigung dürfte auf hohem Niveau bleiben, aber im Laufe des Jahres 2015 gestoppt werden. Die Reallöhne dürften ebenfalls relativ kräftig steigen, wobei sich die neuen Tarifabschlüsse im Laufe des nächsten Jahres eher in Richtung 2% bewegen dürften, von etwas über 3% in diesem Jahr. Die Arbeitslosenquote dürfte nach dem Rückgang auf 6,7% (2013: 6,9%) im Jahr 2015 wahrscheinlich wieder etwas steigen. Die strukturelle Arbeitslosigkeit dürfte sich durch die Mindestlohneinführung, die bestehende Mismatch-Probleme verschärft, erhöhen.

Die deutschen Exporte werden sich zwar in den nächsten Monaten wahrscheinlich noch relativ verhalten entwickeln, aber im Verlauf des nächsten Jahres dank der Erholung der Weltkonjunktur und der weiteren Abwertung des Euro deutlicher zulegen. Das Wachstum der Importe dürfte sich weiter robust entwickeln. 2014 dürfte der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte leicht positiv und in 2015 etwa neutral ausfallen.

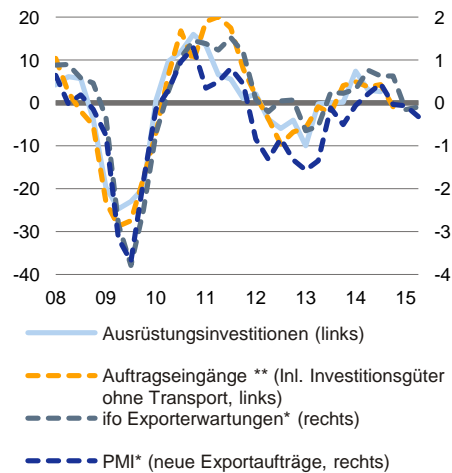


Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten

27

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



*Vorlauf von * 2Q * *1Q

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

Baufinanzierung: weiterhin niedriges Zinsniveau

28

in %

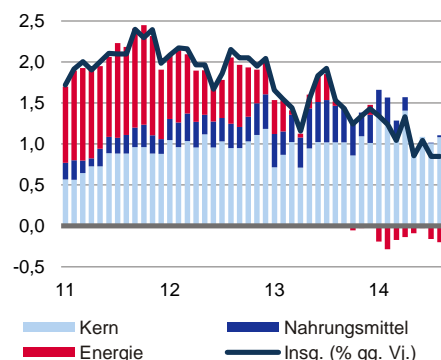


Quellen: Bundesbank, EZB, Deutsche Bank Research

Energie dämpfte zuletzt Preisanstiege

29

Wachstumsbeiträge %-Punkte; % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ausrüstungsinvestitionen: Erholung im Jahresverlauf

Für **Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge** bleibt das Umfeld mit einer zuletzt erneut gefallen Kapazitätsauslastung und angesichts des internationalen Gegenwinds (schwache Weltkonjunktur und geopolitische Risiken) schwierig. Negativ wirken ebenfalls die Kosteneffekte der Energiewende, des Mindestlohns und der Rentenreform. Nach einem schwachen Winterhalbjahr 2014/15 dürften mit der erwarteten Aufhellung der Weltkonjunktur und weiterhin extrem niedrigen Zinsniveaus die Ausrüstungsinvestitionen jedoch im Verlauf des Jahres 2015 anziehen. Allerdings werden sie wegen des schwachen Winterhalbjahres im Jahresdurchschnitt 2015 nur um 0,9% nach 2,9% im Jahr 2014 expandieren.

Bauinvestitionen dürften solide wachsen

Die **Bauinvestitionen** dürften 2015 um rund 2½% steigen (2014: 3,4%). Dank historisch niedriger Kreditzinsen (2,31%, Zinsbindung 5-10J.), einer geringeren Rendite alternativer Anlageklassen, guter Arbeitsmarktlage und erhöhter Nettozuwanderung dürfte sich der **Wohnungsbau**, der 60% der Bauinvestitionen ausmacht, weiter positiv entwickeln. Die **Bauinvestitionen des Staates** sollten leicht steigen.

Immobilienpreise weiter im Aufwind

Die seit Anfang 2008 andauernde Aufwärtsbewegung der **Immobilienpreise** dürfte sich fortsetzen. Deutschlandweit lagen die Preise in den ersten 3 Quartalen 2014 etwa 3% über dem Vorjahresniveau – für die „Top-7“-Städte sogar rund 7%. Die Angebotsausweitung dämpft dabei etwas. Die Zahl der Baugenehmigungen stieg von Januar bis September um 5% gg. Vj. und deutet auf eine Ausweitung der Fertigstellungen von Wohneinheiten von etwa 250.000 hin. Die Nachfrage nach Immobilien dürfte durch die günstigen Finanzierungsbedingungen, die geringen Rendite alternativer Anlagen, die erhöhte Zuwanderung, die weitere Urbanisierung und die Veränderung der Haushaltsstruktur weiter steigen und der Preisdruck somit anhalten. Während in einigen Großstädten die Preise bereits überbewertet sein könnten, sind **deutschlandweit keine Übertreibungen** feststellbar. Die Preisveränderungen sind verglichen mit historischen Preisanstiegsphasen und Immobilienbooms in anderen Ländern relativ gering. Zudem liegen die Erschwinglichkeitsindizes immer noch deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt, und im internationalen Vergleich zeigen diese Indikatoren, dass deutsche Immobilien unterbewertet sind. Ebenfalls ist kein Anziehen bei den Hypothekenkrediten zu beobachten. Das Wachstum verharrt seit Jahresanfang bei etwa 2% gg. Vj.

Mit höheren Immobilienpreisen stiegen seit Anfang 2013 auch die **Kaltmieten** (ohne Energie, 21% am CPI) moderat von 1,2% auf zuletzt 1,4% gg. Vj. (Nov. 2014). Die Unterschiede zwischen den Bundesländern sind erheblich (0,7% gg. Vj. im Saarland und Sachsen bis 1,9% in NRW). Größere Mieterhöhungen kommen zumeist nur regional begrenzt in ausgewählten Ballungszentren vor.

Nur gedämpfter Anstieg der Konsumentenpreise

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich in den vergangenen Monaten weiter abgeschwächt und liegt nur noch bei 0,6% gg. Vj. Die schwache Entwicklung der Rohstoffpreise und generell niedrigere Importpreise haben den Preisanstieg gedämpft. Zudem dürfte der Anstieg der Löhne nicht ausreichen, um die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) merklich zu heben. Weiterhin schwache Rohstoffpreise dürften weiter dämpfen. Kompensierend wirkt die erwartete weitere Abschwächung des Euro. Wir rechnen mit einer anhaltend niedrigen **Konsumentenpreisinflation** von 1,0% gg. Vj. (2013: 1,5%) im Jahr 2014 und 1,0% im Jahr 2015.

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



Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland

30

						2014				2015			
	2012	2013	2014P	2015P	2016P	Q1	Q2	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,4	0,1	1,4	1,0	1,2	0,8	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4
Privater Konsum	0,7	0,8	1,1	1,5	1,0	0,5	0,1	0,7	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3
Staatsausgaben	1,2	0,7	1,2	0,9	0,3	0,2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,6	3,0	1,6	2,4	2,8	-1,8	-0,9	0,3	0,3	0,6	1,0	0,7
Ausrüstungen	-3,1	-2,4	2,9	0,9	4,2	1,7	0,4	-2,3	-1,0	0,0	0,7	2,0	1,0
Bau	0,6	-0,1	3,4	2,3	2,3	4,2	-3,9	-0,3	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Lager, %-Punkte	-1,4	0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Exporte	2,8	1,6	3,9	4,7	5,2	-0,2	1,2	1,9	0,5	0,7	1,0	1,2	1,5
Importe	0,0	3,1	3,7	5,5	5,4	-0,1	1,1	1,7	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Nettoexport, %-Punkte	1,3	-0,5	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	1,0	1,0	1,5	1,2	1,1	0,8	0,8	1,2	1,2	1,2	1,3
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,8	7,1	6,8	6,7	6,7	6,6	6,7	6,7	6,8	6,9
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,8	1,0	0,0								
Budgetsaldo, % BIP	0,1	0,0	0,1	-0,5	-0,7								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	81,0	78,4	74,0	72,4	70,6								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,1	6,7	7,6	7,2	7,0								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	196	189	220	211	212								

*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 2014. 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.