



Beschleunigte deutsche Konjunktur und Kreditvergabe in Q3 2017

20. Dezember 2017

Autoren

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

Marc Schattenberg
+49 69 910-31875
marc.schattenberg@db.com

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Unternehmensfinanzierung

Kreditvergabe mit stärkstem Wachstum seit der Finanzkrise, Hauptfaktor: Dienstleister. Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat im dritten Quartal weiter an Schwung gewonnen (EUR +10,4 Mrd. ggü. Vorquartal/+3,3% ggü. Vorjahr). Deutliche Zuwächse verzeichneten die immobiliennahen Branchen einschließlich Bau, während das Bild in der Industrie durchwachsen blieb. Im Jahresvergleich das höchste Plus gab es wieder bei langfristigen Krediten, aber auch kurzfristige Ausleihungen erzielten das beste Ergebnis seit 2011. Sparkassen und Genossenschaftsbanken konnten ihren Marktanteil erneut ausweiten und erreichen mittlerweile zusammen fast 50%. Das Einlagengeschäft verlangsamte sich erheblich auf nur noch +0,9% ggü. Vj., auch angesichts unverändert negativer Zinsen. Die Kreditzinsen blieben im Großen und Ganzen stabil (sehr niedrig). Die Banken meldeten einen deutlichen Anstieg der Kreditnachfrage und gelockerte Vergabestandards.

Gemischtes Abschneiden der Finanzierungsalternativen. Positiv präsentierte sich zwischen Juni und September einmal mehr das Leasing, mit Neuabschlüssen von EUR 14,9 Mrd. Eine mäßige Entwicklung verbuchten Aktien- und Anleiheemissionen (EUR 2,1 bzw. 3,6 Mrd.), während die stark rückläufige Ausgabe von Commercial Paper enttäuschte (netto EUR -2,7 Mrd.).

Konjunktur

Die deutsche Wirtschaft legte auch im dritten Quartal kräftig zu. Der Handel mit dem Ausland sowie die Bruttoinvestitionen waren im Quartalsvergleich die entscheidenden Wachstumstreiber. Vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung sind die robusten Investitionen in Ausrüstungen hervorzuheben. deren Wachstum in den ersten beiden Quartalen wurde zudem teils deutlich aufwärts revidiert. Wir haben unsere BIP-Prognose für das Gesamtjahr 2017 auf 2,3% (1,9%) angehoben. Die konjunkturelle Entwicklung hat durch die robuste Investitionstätigkeit weiter an Breite gewonnen.

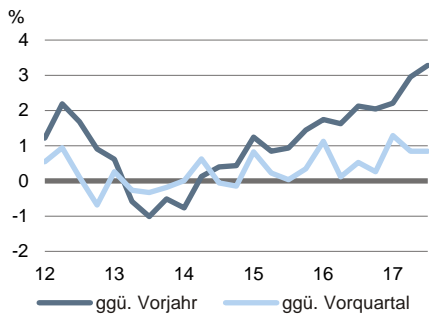
Auch für das Jahr 2018 haben wir unsere BIP-Prognose nochmals von 1,8% auf 2,3% angepasst. Damit dürfte das deutsche BIP nunmehr das fünfte Jahr in Folge über der Potenzialrate von etwa 1 ¼% wachsen. Wir erwarten für das kommende Jahr eine robuste Binnenkonjunktur, gleichermaßen getrieben vom privaten Konsum und von den Bruttoinvestitionen, der Außenbeitrag dürfte einen neutralen Wachstumsbeitrag leisten. Aufgrund der engen Arbeitsmarktsituation könnte es bei den Anfang 2018 anstehenden Tarifverhandlungen (Metall, Öffentlicher Sektor und Bau) zu steigenden Lohnabschlüssen kommen. Die jüngsten Forderungen der Gewerkschaften unterstreichen dies. Aufgrund der sich weiter verzögernden Regierungsbildung werden mögliche zusätzliche fiskalische Impulse erst später als bisher erwartet einsetzen. Dennoch sehen wir für das kommende Jahr zumindest in Teilbereichen der deutschen Volkswirtschaft Überhitzungsrisiken. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der weiterhin expansiven Geldpolitik.



Beschleunigte deutsche Konjunktur und Kreditvergabe in Q3 2017

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

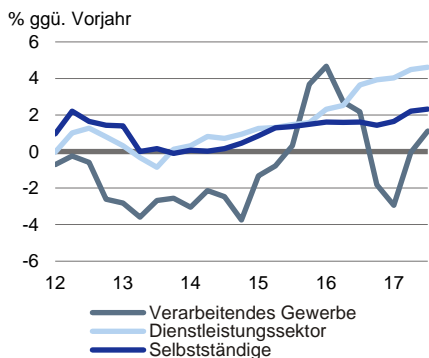
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland befindet sich weiter im Aufwind. Erstmals seit 2008 wurde im vergangenen Quartal bei der Wachstumsrate des ausstehenden Kreditvolumens die Marke von 3% überschritten (3,3%). Im Vergleich mit dem Vorquartal gab es ebenfalls ein solides Plus von 0,8% oder EUR 10,4 Mrd. Die Kreditentwicklung verläuft damit unverändert synchron zur überraschend starken gesamtwirtschaftlichen Dynamik, denn auch die BIP-Prognosen für dieses und nächstes Jahr wurden erneut nach oben revidiert (zu den Details des Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

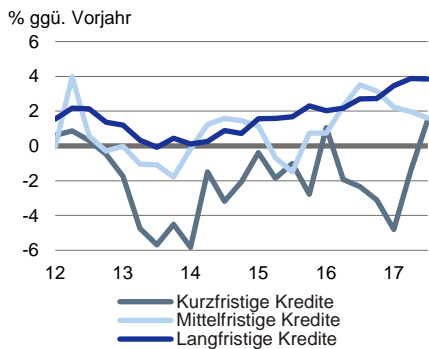


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** insgesamt fehlt dieser Schwung bei der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen trotz ähnlich guter gesamtwirtschaftlicher Dynamik weiterhin völlig. Das ausstehende Volumen ging im dritten Quartal erneut zurück, um 0,4%, und lag damit leicht unter dem Vorjahresstand. Seit 2014 ist es praktisch konstant, bei geringen Schwankungen. Allerdings spielten in diesem Sommer auch Verkäufe von Portfolios notleidender Kredite durch italienische Banken eine Rolle – in Q3 war der Rückgang des Kreditvolumens in Italien in Höhe von EUR 31 Mrd. größer als der Rückgang der Kredite in Euroland als Ganzes (EUR -19 Mrd.).

... nach Fristigkeit*

3



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

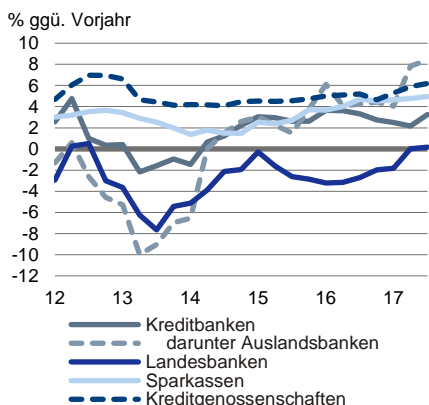
Nach **Sektoren** betrachtet lässt sich der Anstieg in Deutschland vor allem auf die Unternehmen zurückführen. Bei diesen lag das Plus bei 4,1% ggü. Vorjahr, bei Selbstständigen nur bei 2,3%. Innerhalb des Unternehmenssektors bleibt das Dienstleistungsgewerbe der größte Wachstumstreiber (+4,6%), während das Verarbeitende Gewerbe keinen stabilen Trend aufweist (+1,1%). Gegenüber Ende Juni erhöhte sich der Kreditbestand der Banken mit Dienstleistungsfirmen um EUR 6,6 Mrd., mit Selbstständigen um EUR 2,2 Mrd. und mit der Industrie änderte er sich kaum (EUR 0,3 Mrd.).

Innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes verlief das Kreditgeschäft dementsprechend auch sehr gemischt: Mit Maschinenbau/Auto (-0,8% ggü. Vj.) und Metall (-0,5%) verzeichneten zwei Kernbranchen der deutschen Wirtschaft leicht rückläufige Ausleihungen, wohingegen es in zwei anderen Kernbranchen, Elektrotechnik (+2,2%) und Chemie (+1,1%), Anstiege gab. Die in absoluten Beträgen größte Steigerung unter den Industriebranchen entfiel auf Ernährung (+1,9%).

Bei den sonstigen Branchen setzte sich im vergangenen Vierteljahr der Aufwärtstrend bei den Versorgern (+1,3%) und im Handel (+1,9%) fort, ebenso wie der Abwärtstrend im Verkehr (-3%). Hier hat sich das ausstehende Kreditvolumen seit 2012 um mehr als ein Drittel verringert. Die Kreditvergabe an die Landwirtschaft war überraschend schwach (-0,1%); am Bau lief es dagegen weiter rund (+2,1%), wobei in letzter Zeit eine erhöhte Volatilität des Kreditvolumens zu beobachten ist. Seit 2013 steht insgesamt eine Zunahme um 14% zu Buche.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im Dienstleistungssektor hielt die positive Tendenz bei den immobiliennahen Branchen an – Kredite an Wohnungsunternehmen legten in Q3 um 0,7% ggü. Vj. zu, solche an Gewerbeimmobilienfirmen um 1,1%. Besonders dynamisch war einmal mehr das Geschäft mit Beteiligungsgesellschaften (+3,9%), ihren Lauf setzten aber auch Telekom/Beratung/Werbung fort, die das achte Quartalsplus in Folge erreichten (+0,7%). Nur geringe Zuwächse verzeichneten hingegen Gesundheit (+0,4%) und Tourismus/Gastronomie (+0,1%).

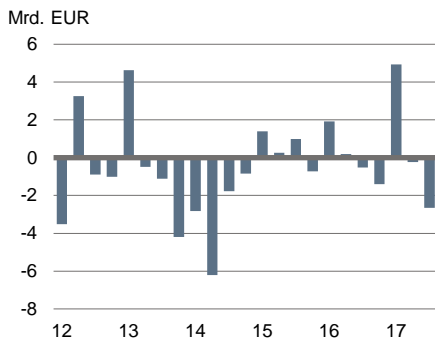
Hinsichtlich der **Kreditfristigkeiten** ging das Wachstum der langfristigen Ausleihungen (Laufzeit > 5 Jahre) unverändert weiter (+3,8% ggü. Vj.). Die ausstehenden Volumina der Kurzläufer (Laufzeit < 1 Jahr) und der mittelfristigen Kredite blieben im dritten Quartal nahezu konstant, sodass die Veränderungsrate ggü. Vj. ins Plus sprangen (1,5% – sogar der beste Stand seit 2011) bzw. sich leicht auf 1,6% verringerten.



Beschleunigte deutsche Konjunktur und Kreditvergabe in Q3 2017

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

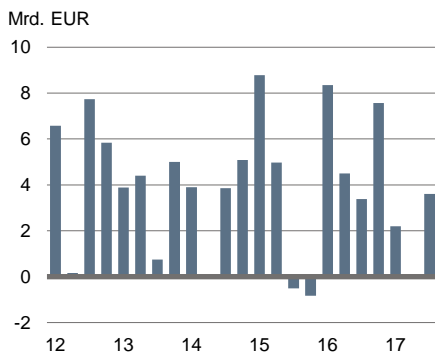
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

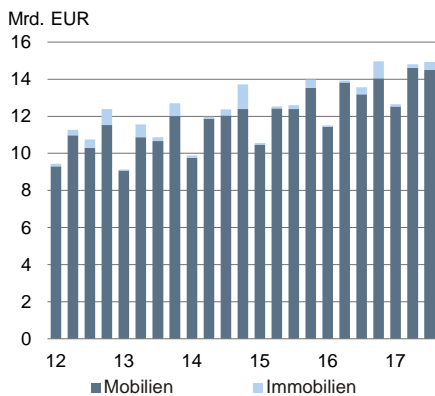
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuavolumen

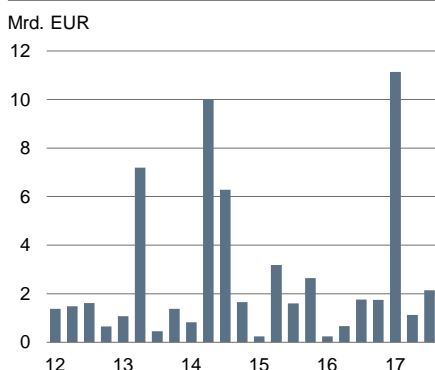
7



Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Der Aufschwung der Kreditvergabe ist breit angelegt, was sich auch daran zeigt, dass fast alle wesentlichen **Bankengruppen** davon profitieren. Am stärksten sind es weiterhin die Verbünde von Kreditgenossenschaften (+6,2% ggü. Vj.) und Sparkassen (+5%, der beste Wert seit dem Jahr 2000) – letztere konnten zudem die höchste Zunahme in einem Quartal seit 1998 verbuchen. Zusammen kommen beide Gruppen auf einen Marktanteil von mittlerweile fast der Hälfte, verglichen mit 37% vor einem Jahrzehnt. Ein gutes Q3 2017 haben auch die privaten Kreditbanken hingelegt (+3,3% ggü. Vj.). Hier war erst zum zweiten Mal seit acht Quartalen die Dynamik bei den inländischen Kreditbanken höher als bei den Auslandsbanken. Wie groß der Unterschied in letzter Zeit gewesen ist, lässt sich an den Jahreswachstumsraten von 8,4% bei den Instituten in Auslandsbesitz und gerade einmal 0,8% bei den inländischen Instituten ablesen. Jedoch war das Geschäft der Auslandsbanken im vergangenen Jahrzehnt auch das volatilste aller großen Bankengruppen in Deutschland. Die Landesbanken (+0,2%) behalten den Umfang ihres Kreditbuchs zurzeit im Großen und Ganzen bei. Seit 2007 haben sie deutlich an Marktanteil verloren (von 18% auf 12,5%). Es wird sich zeigen, ob sie in den nächsten Quartalen das außerordentlich günstige Umfeld nutzen können, um erstmals seit der Finanzkrise wieder nennenswertes Kreditwachstum zu erzielen. Schlusslicht bleiben mit bereinigt -3,5% ggü. Vj. die Förderbanken (einschließlich DZ Bank).

Die Wachstumsschwerpunkte der Verbünde lagen branchenseitig zwischen Juni und September vor allem bei den Wohnungsunternehmen, den unternehmensnahen Dienstleistungen, Bau und Handel sowie, für die Sparkassen, auch den Gewerbeimmobilienfirmen. Die Kreditbanken verzeichneten die größte Zunahme bei Beteiligungsgesellschaften und den kräftigsten Rückgang im Verkehr – beides im Wesentlichen getrieben von den Auslandsbanken. Ein hohes Minus im Verkehr erlebten einmal mehr auch die Landesbanken, die dafür sehr gut im Handel abschnitten. Gegenüber dem Verkehrssektor hat sich ihr ausstehendes Kreditvolumen seit 2012 mehr als halbiert, während es bei den anderen Banken im Schnitt nur um 15% gesunken ist.

Andere Finanzierungsquellen

Die übrigen externen Finanzierungsquellen zeigten im vergangenen Vierteljahr erneut ein sehr heterogenes Bild.

Der Markt für **Commercial Paper** von Nichtbanken schrumpfte mit einer Nettoemission von EUR -2,7 Mrd. deutlich. Dies war das schwächste Q3-Ergebnis seit 2006 und ein herber Rückschlag auf dem Weg zu einer Marktstabilisierung.

Nichtfinanzielle Unternehmen emittierten von Juli bis September **Anleihen** in Höhe von netto EUR 3,6 Mrd. – angesichts der immer noch künstlich durch die EZB befeuerten Nachfrage ein mäßiges Resultat. Angesichts des schwachen H1-Werts steht nach dem Rekord im Vorjahr für 2017 das schlechteste Abschneiden seit 2011 zu befürchten. Im Eurogebiet als Ganzes betrug die Nettoemission dagegen gute EUR 20,6 Mrd. Dies unterstreicht einmal mehr, dass Deutschland eine Europäische Kapitalmarktunion dringender benötigt als der Euroraum insgesamt.

Unverändert hervorragend verläuft die Geschäftsentwicklung im **Leasing**, wo in Q3 neue Verträge im Umfang von EUR 14,9 Mrd. abgeschlossen wurden. Der Löwenanteil entfiel mit EUR 14,5 Mrd. wie immer auf das Mobilienleasing, wo das 10%-ige Wachstum ggü. Vj. maßgeblich auf Steigerungen bei PKW sowie Schienen-, Luft- und Wasserfahrzeugen zurückzuführen war. Das Leasing von Büroelektronik lag dagegen erneut unter Vorjahresniveau. Im Immobilienbereich summierten sich die Transaktionsvolumina auf EUR 403 Mio. (+6% ggü. Vj.).

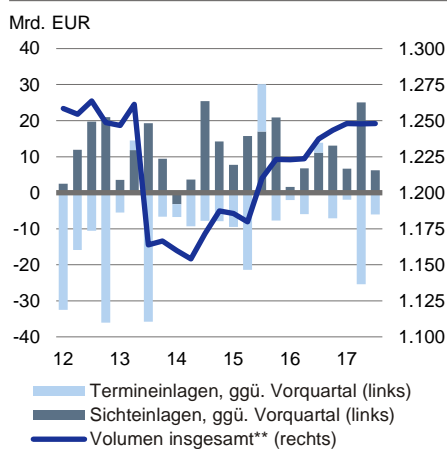
Mittelmäßig schnitten von Juli bis September die **Aktienemissionen** ab, die auf EUR 2,1 Mrd. kamen. Der Großteil entfiel auf eine Kapitalerhöhung in der Stahlindustrie. Insgesamt zeichnet sich für 2017 ein ordentliches Ergebnis ab.



Beschleunigte deutsche Konjunktur und Kreditvergabe in Q3 2017

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

Etwas überraschende Anzeichen einer Abkühlung sind mittlerweile auf der Einlagenseite erkennbar. Nachdem das Einlagenvolumen lange Zeit trotz Null- und Negativzinsen robust gewachsen war, stagnierte es nun zum zweiten Mal hintereinander bei EUR 1.248 Mrd. – auf einem hohen Niveau, aber nur noch 0,9% höher als vor einem Jahr. Das ist der niedrigste Wert seit Herbst 2014. Im abgelaufenen Quartal setzte sich die Verschiebung von Termin- in Sichteinlagen fort, allerdings in moderatem Ausmaß. Erstere verloren EUR 6,1 Mrd., Letztere gewannen EUR 6,2 Mrd. Unter dem Strich sind damit das Einlagen- und das zuletzt kräftig gestiegene Kreditvolumen des Unternehmenssektors bei den deutschen Banken fast identisch.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die allgemeinen **Standards für Kredite** an deutsche Unternehmen wurden in Q3 von netto 10% der Banken gelockert und damit so deutlich wie zuletzt Anfang 2011. Kredite an große Unternehmen (14%, so viel wie seit der Finanzkrise nicht mehr) waren doppelt so stark betroffen wie Kredite an KMU. Die Lockerung galt zudem überwiegend für langfristige Kredite (gemeldet von 13% der Banken, ebenfalls der höchste Wert seit 2007). Bei den konkreten Kreditkonditionen verspürten die Institute zwar weiterhin einen verschärften Wettbewerb, allerdings sanken die Margen für durchschnittliche Kredite kaum (berichtet von nur 3% der Banken, der niedrigste Wert seit vier Jahren). Die Anforderungen bei Covenants und Fristigkeiten wurden etwas reduziert (10%). Im Euroraum blieben die Standards de facto konstant und lediglich bei den Margen für durchschnittliche Kredite wurde ein signifikantes Minus registriert (26%).

Die **Kreditnachfrage** in Deutschland ist in Q3 deutlich angestiegen (berichtet von 19% der Institute), mit Ausnahme der kurzfristigen Kredite. Die Innenfinanzierung der Unternehmen blieb der größte Dämpfer, zunehmende Investitionslust wurde zur größten Triebfeder (beide je 16%). Auch in Euroland insgesamt hielt die positive Nachfragetendenz an (15%), wobei hier das Plus bei KMU, anders als in Deutschland, doppelt so groß war wie bei großen Firmen.

Für das **laufende Quartal** erwarten die deutschen Banken fast stabile Kreditstandards und eine weitere moderate Belebung der Kreditnachfrage (10%). Im Euroraum sieht es bei den Standards ähnlich aus, dafür gehen immerhin 26% der befragten Institute von einer höheren Nachfrage aus.

Laut den **Sonderfragen** hat das Anleihekaufprogramm der EZB zu einer geringfügig stärkeren Kreditgewährung, aber auch einem leichten Rückgang der Zinsmarge und damit der Erträge geführt. Die negativen Einlagenzinsen haben nach Einschätzung der Banken die Kreditzinsen und Margen etwas reduziert, aber gleichzeitig einen erheblichen Rückgang des Zinsüberschusses verursacht.

Zinssätze

Einmal mehr ergibt sich aus der Zinsstatistik kein einheitliches Bild zur Zinsentwicklung. Im **Kredit-Neugeschäft** mit Unternehmen sanken in Q3 einerseits die Zinsen für Kredite an Selbstständige und Personengesellschaften um 11 Bp. auf 2,0%, während sie für große und kleine Kredite an Kapitalgesellschaften praktisch unverändert blieben (bei 1,2% bzw. 2,4%). Andererseits wurde bei den zuvor stark verbilligten Krediten mit mittlerer Zinsbindungsfrist von 1-5 Jahren ein Anstieg um 20 Bp. auf 1,75% verzeichnet, wohingegen variabel verzinst und langfristig zinsgebundene Ausleihungen bei 1,3% bzw. 1,7% verharrten. In jedem Fall befinden sich die Kreditzinsen unverändert nahe historischer Tiefstände. Gleiches gilt für die **Einlagenzinsen**. Sichteinlagen blieben konstant bei -2 Bp.; bei Termineinlagen erholte sich das Zinsniveau nach den zuletzt starken Rückgängen ein wenig (+8 Bp.), ist aber mit -4 Bp. ebenfalls weiter negativ.

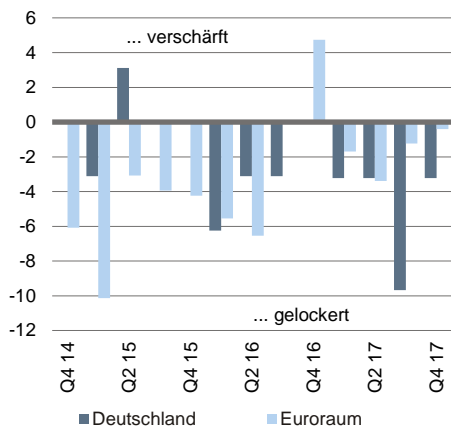
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Beschleunigte deutsche Konjunktur und Kreditvergabe in Q3 2017

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

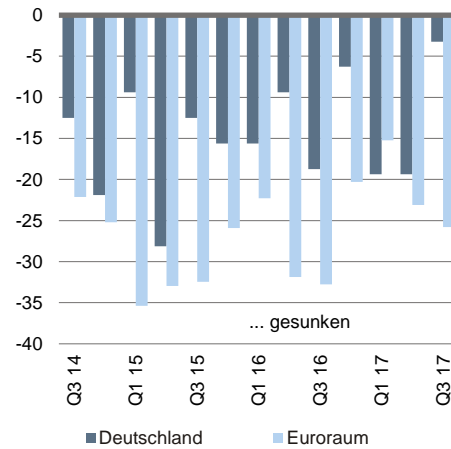


* Q4 17 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

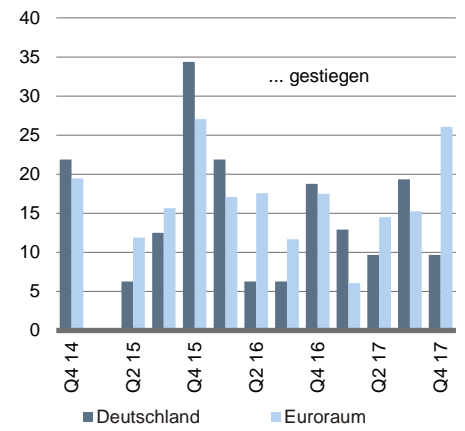
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

12

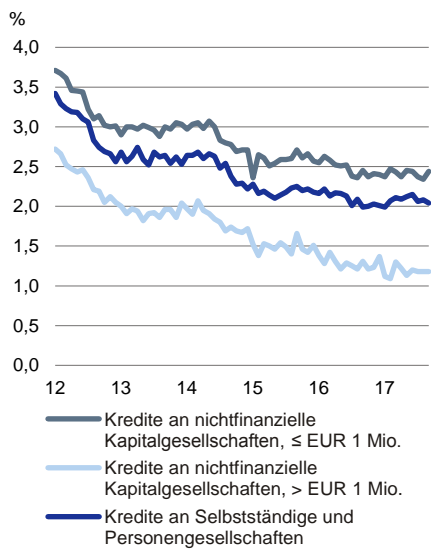


* Q4 17 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

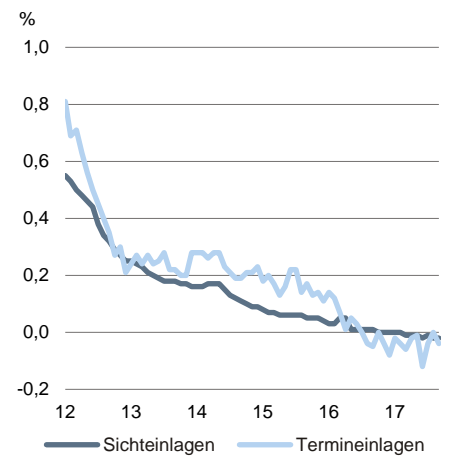
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB

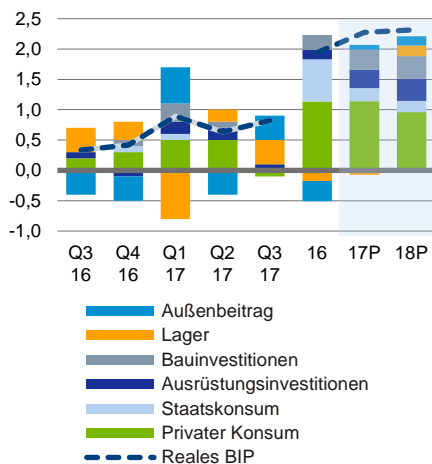


Beschleunigte deutsche Konjunktur und Kreditvergabe in Q3 2017

Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums für 2017 und 2018 auf 2,3% – Überhitzungsrisiken steigen im kommenden Jahr

Binnenwirtschaft Hauptwachstumstreiber 16

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

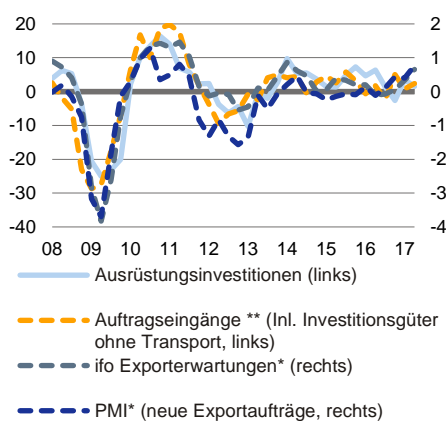


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Die deutsche Wirtschaft hat auch im dritten Quartal ihr kräftiges Wachstumstempo aus H1 beibehalten. Aufgrund der Aufwärtsrevision der Vorquartale und der trotz Euroaufwertung weiterhin starken Vorlaufindikatoren haben wir unsere Wachstumsprognose für 2017 von 1,9% auf 2,3% angehoben. Die Prognose für 2018 haben wir ebenfalls von 1,8% auf 2,3% angepasst. Wir erwarten im kommenden Jahr eine robuste Binnenkonjunktur, der jedoch wechselkursbedingte Bremseffekte beim Export entgegenstehen dürften.
- Die Investitionen zogen im dritten Quartal weiter an. Nachdem sich die Bauinvestitionen schon in den drei Vorquartalen robust entwickelten, haben nun die Ausrüstungsinvestitionen weiter an Dynamik gewonnen. Auch die jüngste Revision von Q1 und Q2 zeigt dies deutlich. So wurden insbesondere die Investitionen in Ausrüstungen für Q2 von 1,2% auf 3,3% ggü. Vq. nach oben revidiert.
- Die Aufwertung des Euros konnte den vom Ölpreisanstieg resultierenden Kaufkraftverlust dämpfen. Zusammen mit der weiter kräftig gestiegenen Beschäftigung konnte der private Konsum sein hohes Vorquartalsniveau nahezu halten.
- Da sich die Aufwertung des Euros erst allmählich auf die Exporte auswirken wird, rechnen wir erst im Verlauf von 2018 mit einer sich geringfügig verlangsamen Expansion.

Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten 17

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



*Vorlauf von *2Q **1Q

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

Starkes BIP-Wachstum und positiver Konjunkturausblick

Das Wachstum des deutschen BIP hat sich nach den kräftigen Anstiegen in Q1 und Q2 auch in Q3 mit 0,8% ggü. Vq. als sehr robust erwiesen. Das statistische Bundesamt teilte zudem mit, dass die Ergebnisse für die Quartale der ersten Jahreshälfte einer Revision unterzogen wurden. Dies betrifft insbesondere das erste Quartal, für das nun ein Wachstum von 0,9% (0,7%) ggü. Vq. gemeldet wurde.

Im dritten Quartal lieferten der Außenhandel sowie die Bruttoinvestitionen (2,4% gg. Vq.) die stärksten Impulse, dabei ist insbesondere die Zunahme der Investitionen in Ausrüstungen um 1,5% hervorzuheben. Die Exporte von Waren und Dienstleistungen stiegen um 1,7% gegenüber dem Vorquartal. Die Importe legten im Quartalsvergleich mit 0,9% etwas weniger zu. Somit hatte der Außenbeitrag einen positiven Effekt auf das Wachstum. Die privaten Konsumausgaben (-0,1%) und die Konsumausgaben des Staates (0,0%) blieben nahezu auf dem Niveau des Vorquartals.

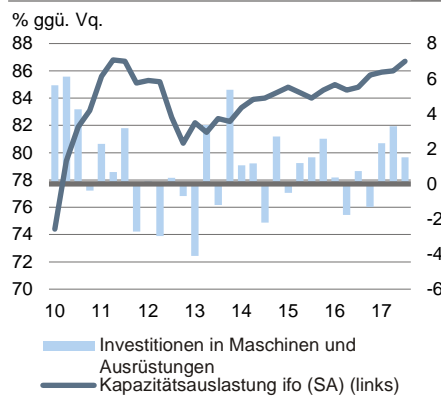
Das Beschäftigungswachstum blieb auch im dritten Quartal hoch. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg auf rund 44,5 Millionen. Das waren 668.000 Personen mehr als ein Jahr zuvor. In den ersten zehn Monaten des Jahres 2017 lag der Anstieg gegenüber dem Vorjahresmonat bei jeweils 1,5%.

Daneben setzte sich auch das Lohnwachstum fort. Die Tariflöhne auf Monatsbasis (ohne Einmalzahlungen) wuchsen um 2,0% (Bundesbank) gegenüber dem Vorjahresquartal. Die zuletzt wieder gestiegenen Ölpreise wirkten dabei dämpfend auf das Reallohnwachstum. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar wirkte diesem Effekt im dritten Quartal entgegen. Die Sparquote der privaten Haushalte lag im dritten Quartal nach Angaben der Bundesbank bei 9,9%.



Beschleunigte deutsche Konjunktur und Kreditvergabe in Q3 2017

Investitionen in Maschinen & Ausrüstungen gg. Kapazitätsauslastung 18



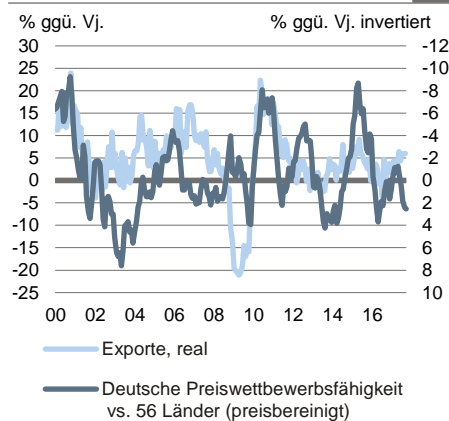
Die wirtschaftliche Erholung der Eurozone zeigte sich in zunehmender Breite – wir erwarten für das Jahr 2017 ein BIP-Wachstum von 2,3% sowie ebenfalls 2,3% im kommenden Jahr – dies dürfte den Euro eher auf- als abwerten lassen.

Investitionen weiter im Aufwind

Vor dem Hintergrund des anhaltend guten wirtschaftlichen Umfeldes entwickelten sich die Ausrüstungsinvestitionen nicht nur im dritten Quartal positiv, die Revision ergab nachrichtlich auch einen Anstieg von 3,3% (1,2%) im zweiten Quartal sowie 2,3% (2,1%) für das erste Quartal. Die seit einiger Zeit sehr guten Stimmungsindikatoren deuteten dies bereits an. Unserer Einschätzung folgend dürften die (Brutto-) Ausrüstungsinvestitionen 2017 rund 4,3% (real) gegenüber dem Vorjahr zulegen.

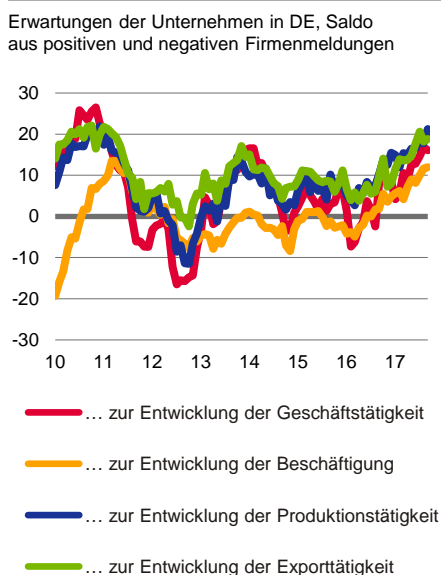
Da die politischen Unsicherheiten in diesem Jahr insgesamt allmählich abnehmen, die Kapazitätsauslastung in Q3 mit 86,7% nahe dem Höchststand von Q2 2007 (88,9%) liegt und das Geschäftsklima in der Gesamtwirtschaft zu Beginn des vierten Quartals (Okt.: 116,8) einen neuen Rekordwert erreichte, sollten die Ausrüstungsinvestitionen ihre Dynamik auch im Winterhalbjahr beibehalten. Im Gegensatz dazu entwickelten sich die Bauinvestitionen mit -0,4% im aktuellen Quartalsvergleich etwas schwächer. Im Jahresvergleich legten sie im dritten Quartal aber dennoch um 3,2% zu. Dabei wurde insbesondere mehr in Wohnbauten investiert als im dritten Quartal 2016.

Wettbewerbsfähigkeit & Exporte 19



Das ifo Geschäftsklima im Bauhauptgewerbe hat im vierten Quartal nochmals zugelegt. Im Oktober stieg der Index auf ein neues Rekordhoch von 20,2 Punkten. Die Unternehmen bewerten ihre Lage weiterhin als sehr zufriedenstellend und gehen davon aus, dass die Geschäfte in den kommenden Monaten weiter anziehen. Die ifo Konjunkturumfrage im Bauhauptgewerbe ergab für den September eine Geräteauslastung von 77,8% sowie eine Auftragsreichweite von 3,7 Monaten (Sep. 2016: 3,4). Allerdings klagten auch 31% der Umfrageteilnehmer über Behinderungen in der Bautätigkeit. Dabei meldeten 18% der Unternehmen einen Arbeitskräftemangel als Grund. Der ifo-Umfrage folgend, erstreckt sich der Arbeitskräftemangel nun auf das gesamte Baugewerbe.

Stimmungsindikatoren im Verarbeitenden Gewerbe 20



Neben dem gegenwärtig günstigen ökonomischen Investitionsklima muss aber auch das politische Umfeld berücksichtigt werden. Dabei müssen der Verlauf des Brexits, die weiteren europäischen Reformbemühungen sowie auf längere Sicht die politische Entwicklung in Italien Beachtung finden. Zuletzt ist hier die unerwartet schwierige Regierungsbildung in Deutschland als weiterer potenzieller Unsicherheitsfaktor hinzugekommen. Sollte die angestrebte US-Steuerreform umgesetzt werden, könnte dies mittelfristig die Investitionen in Deutschland schwächen.

Euro-Aufwertung wird sich im Jahr 2018 dämpfend auswirken

Im Gegensatz zum schwächeren Vorquartal leisteten die Nettoexporte im dritten Quartal wieder einen positiven Beitrag zum Wachstum des deutschen BIP (0,1 Prozentpunkte). Gegenüber dem Vorquartal veränderten sich die Exporte um 1,7%. Dagegen stiegen die Importe in Q3 etwas schwächer. Sie nahmen um 0,9% gegenüber dem Vorquartal zu.

Die zurückliegende Euro-Aufwertung führte im bisherigen Jahresverlauf zu einem Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit (gg. 56 Ländern, CPI-Basis) von gut 2,5% gegenüber dem „Nicht-Euro-Ausland“. Der leichte Anstieg der ifo-Exportorerwartungen des Verarbeitenden Gewerbes auf 21 Saldenpunkte im Oktober (Juli: 20,7) deutet allerdings darauf hin, dass die gute Stimmung der Exporteure im Moment noch nicht von dem starken Euro beeinträchtigt wird.

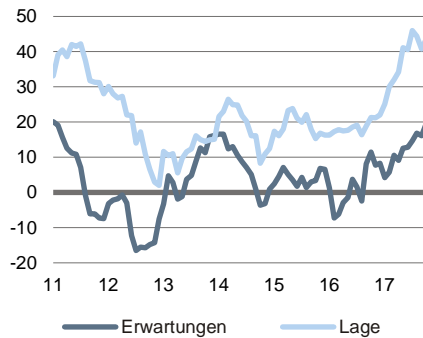


Beschleunigte deutsche Konjunktur und Kreditvergabe in Q3 2017

Stimmung in der Industrie auf Rekordniveau

21

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



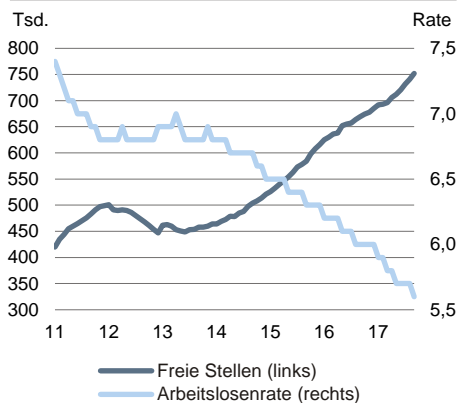
Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

Diese Einschätzung wird auch von der im Rahmen der PMI-Umfragen erhobenen Einschätzung der Exportnachfrage untermauert. Auch wenn der Index nach dem starken Augustanstieg im Folgemonat eine Korrektur um rund 2 Punkte verzeichnete, folgte im vierten Quartal wieder eine Aufwärtsbewegung auf gut 62 (Dez.) Punkte. In den hohen Indexständen spiegelt sich letztlich auch die breite konjunkturelle Erholung der Eurozone wider, in die rund 37% der deutschen Exporte fließen. Damit sollte die kurze Schwächephase des zweiten Quartals überwunden sein. Die kräftige Binnenwirtschaft dürfte auch das reale Importwachstum auf Jahressicht weiter fördern, sodass die Nettoexporte nur einen geringen Beitrag zum weiteren BIP-Wachstum beitragen werden.

Die Entwicklung des Exportwachstums geht einher mit einer weiteren Belebung des realen Welthandels. Er nahm im dritten Quartal um 5,1% gegenüber dem Vorjahresquartal zu. Im ersten Halbjahr wuchsen die deutschen Exporte um 6,1% gegenüber dem Vorjahr, das entspricht 3,9% in realer Rechnung. Die Ausfuhren nach China (14,2%), Japan (10,9%) und Russland (28,1%) stiegen dabei besonders stark an. Hingegen sanken die Exporte in das Vereinigte Königreich (-2,9%) und in die Türkei (-9,7%).

Arbeitsmarkt: Anähernde Vollbeschäftigung

22



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die deutsche Industrie wächst 2017 kräftig

Das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland befindet sich derzeit im stärksten konjunkturellen Aufschwung seit den Jahren 2010/11. Im laufenden Jahr dürfte die deutsche Industrieproduktion insgesamt um etwa 3% steigen. Für die exportorientierte deutsche Industrie mit ihrem Fokus auf Investitionsgüter ist positiv, dass der globale Konjunkturzyklus derzeit relativ gleichgerichtet läuft.

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe lag im dritten Quartal 2017 real 1,8% über dem Vorquartal. Dies war der fünfte Anstieg in Folge. Die Auftragsingänge lagen in Q3 3,6% über dem Vorquartal. Allerdings ist hier im Monatsvergleich eine starke Schwankung zu beobachten. Die sehr guten Stimmungsindekatoren sowie die Zahlen zu Produktion und Aufträgen im bisherigen Jahresverlauf bestätigen unsere im September veröffentlichte Anpassung der Prognose zur Produktion im Verarbeitenden Gewerbe für das Gesamtjahr 2017 von 1,5% auf 3%. Erst im kommenden Jahr erwarten wir infolge einer weiteren Euroaufwertung einen mäßigen Dämpfungseffekt auf das Produktionsergebnis.

Deutschland: Konjunkturprognose

23

% ggü. Vj.	2016	2017	2018
		P	P
Reales BIP	1.9	2.3	2.3
Privater Konsum	2.1	2.1	1.8
Staatsausgaben	3.7	1.1	1.0
Anlageinvestitionen	3.1	3.9	3.7
Lager, %-Punkte	-0.2	0.0	0.3
Exporte	2.6	4.2	4.8
Importe	3.9	4.7	5.2
Nettoexport, %-Punkte	-0.3	0.1	0.2
Konsumentenpreise*	0.5	1.7	1.6
Staatsverschuldung, % BIP	68.3	65.9	63.4
Arbeitslosenquote, %	6.1	5.7	5.4
Budgetsaldo, % BIP	0.8	0.9	0.8
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8.4	7.2	6.5

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

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Beschäftigung im Industriesektor befindet sich gegenwärtig auf einem Höchststand. Daher dürften die Löhne in den kommenden Tarifverhandlungen recht kräftig zulegen. Die jüngsten Gewerkschaftsforderungen untermauern diese Erwartung. Wenn wir davon ausgehen, dass etwa die Hälfte der Forderungen nach einer Erhöhung der Entgelte sowie die Option auf die Reduzierung der wöchentlichen Arbeitszeit auf 28 Stunden durchgesetzt werden, dürften die Tariflohnsteigerungen bei gut 3% liegen.

BIP-Prognose für 2017 und 2018 angehoben

Die deutsche Volkswirtschaft hat ihr kräftiges Wachstum auch im dritten Quartal beibehalten. Zudem wurden die Vorquartale der ersten Jahreshälfte einer weiteren Aufwärtsrevision unterzogen. Vor dem Hintergrund der guten Entwicklung des internationalen ökonomischen Umfeldes sowie der trotz Euroaufwertung weiterhin starken Vorlaufindikatoren haben wir unsere Wachstumsprognose für das Jahr 2017 von 1,9% auf 2,3% angehoben. Die Prognose für das Jahr 2019 haben wir von 1,8% ebenfalls auf 2,3% angepasst. In beiden Jahren sollte die deutsche Volkswirtschaft damit über Potenzial (rund 1 ¼%) wachsen. Das tatsächliche Produktionsniveau dürfte dann gut 2 Prozentpunkte über dem Potenzial liegen.



Beschleunigte deutsche Konjunktur und Kreditvergabe in Q3 2017

Wie bereits in den Vorquartalen zeigt sich die kräftige binnenwirtschaftliche Entwicklung in einer sehr guten Arbeitsmarktlage. Das anhaltende Beschäftigungswachstum spiegelt sich in der Erwerbstätigenzahl von nunmehr 44,5 Millionen wider – einem neuen Höchststand seit der Wiedervereinigung. Im Jahresvergleich bedeutet dies einen Anstieg von 1,5%. Mit dem sich verfestigenden Fachkräftemangel, der stetig steigenden Zahl an offenen Stellen sowie der potenziell nachlassenden Arbeitsmigration aus dem Euro-Raum, sehen wir unsere Erwartung eines anziehenden Lohnwachstums im Jahr 2018 weiter untermauert. Zusammen mit dem Zuwachs der Altersrenten dürften davon weitere positive Impulse auf den privaten Konsum ausgehen.

Die europäische Geldpolitik wird nach unseren Erwartungen noch über lange Zeit expansiv bleiben. Wir gehen aber davon aus, dass die EZB ihre Anleihekäufe im Schlussquartal des kommenden Jahres weiter zurückfährt und Ende 2018 schließlich komplett einstellt. Bis zu einer Zinsanhebung dürfte dann noch ein halbes Jahr vergehen. In diesem Zeitraum wird die EZB die Auswirkungen ihrer reduzierten geldpolitischen Lockerung beobachten. Die erste Zinsanhebung um 25 Bp. erwarten wir dann im Juni 2019, also einige Monate früher als der Markt-Konsens. Sollten die Wahlen in Italien ohne Zwischenfälle verlaufen und die Wirtschaft weiter kräftig wachsen, wäre der Weg frei für die von uns erwartete frühe Zinsanhebung, insbesondere wenn das Kreditwachstum Fahrt aufnimmt.

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)

© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.