



Robuste Kreditvergabe, Lock-down-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

30. Juni 2021

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

Kreditgeschäft im Auftaktquartal gut behauptet, Zinsniveau auf Rekordtief. Das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen ist in Q1 so kräftig gestiegen wie in den ersten Quartalen von 2018/19 (EUR +27,3 Mrd.), wenn auch weniger stark als zu Beginn der Corona-Pandemie. Daher ging der Vorjahresvergleich weiter zurück auf +3,7%. Der Markt ist zunehmend zweigeteilt: Die Kreditvergabe an die Industrie ist deutlich rückläufig, während sie sich mit dem Dienstleistungssektor wieder beschleunigt und bei den Selbstständigen sogar den besten Wert seit mehr als 20 Jahren erreicht hat, trotz einer zunehmenden Verlagerung der staatlichen Hilfen von Krediten zu Zuschüssen. Ähnlich der Kontrast zwischen dynamischem Wachstum bei mittleren und langen sowie einer erheblichen Schrumpfung bei kurzen Laufzeiten. Sparkassen und Genossenschaftsbanken expandieren unverändert schwungvoll, während die privaten Kreditbanken und Landesbanken hinterherhinken und sich im Absturz der Auslandsbanken ein prozyklisches Verhalten zeigt, wie schon in der Finanzkrise. Die Kreditkonditionen wurden nicht weiter verschärft. Die Zinsen fielen sowohl bei Krediten als auch Einlagen in vielen Bereichen auf neue Allzeittiefs, trotzdem legten die Einlagen erneut überdurchschnittlich zu.

Andere Finanzierungsquellen: Anhaltender Boom bei Anleihe- und Aktienemissionen. Nach dem Rekordjahr 2020 lief es auch in Q1 bei der Ausgabe neuer Anleihen richtig gut (netto EUR 6,5 Mrd.), bei Aktien wurde sogar ein 10-Jahres-Hoch erreicht (EUR 12,1 Mrd.). Das ging zulasten des Commercial-Paper-Markts. Das Leasing stabilisierte sich.

Konjunktur

Der zu Jahresbeginn anhaltende Lockdown ließ die deutsche Wirtschaft in Q1 um -1,8% ggü. Vq. schrumpfen. Die eingeschränkten Konsummöglichkeiten ließen den privaten Verbrauch kräftig einbrechen, trotz der vorübergehenden Lockerungen im März. Zudem sorgte auch der Außenhandel für negative Impulse, da das Importwachstum überaus kräftig ausfiel. Der bemerkenswert positive Beitrag der Vorratsveränderungen (+1,4 %-Punkte) verhinderte einen noch stärkeren Wachstumseinbruch.

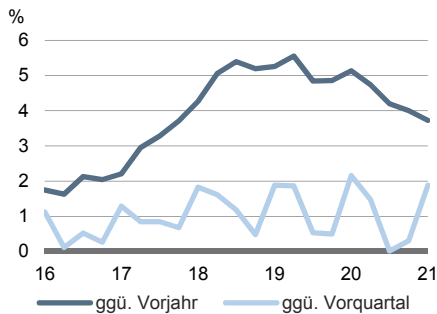
Saisonale Effekte und anziehende Impfdynamik führten in Q2 zu einer deutlichen Verbesserung der Pandemiesituation in Deutschland. Die voranschreitenden Lockerungen belebten vor allem die personenbezogenen Dienstleistungen. Die Kehrseite der schwungvollen globalen Konjunkturerholung sind angebotsseitige Engpässe, die die Industrieproduktion empfindlich treffen. Dennoch dürfte die Wirtschaftsleistung in Q2 um 2% ggü. Vq. zulegen. Im Gesamtjahr 2021 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 4%.



Robuste Kreditvergabe, Lockdown-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

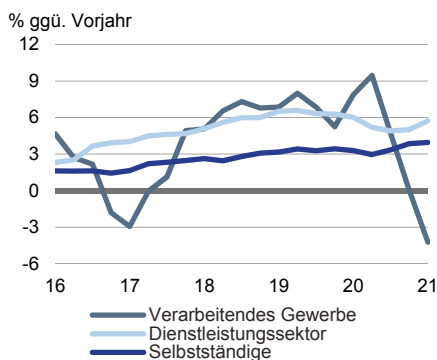
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat sich zum Jahresauftakt 2021 gut behauptet. Das Kreditvolumen legte gegenüber dem Vorquartal um 1,9% oder EUR 27,3 Mrd. zu und damit ungefähr so viel wie in den Startquartalen 2018/19, vor der Corona-Krise. Angesichts des sehr starken Vorjahresquartals ging der 12-Monats-Vergleich trotzdem weiter zurück auf 3,7%. Der Trend dürfte sich zunächst fortsetzen und die Kreditnachfrage erst allmählich bei größerer gesamtwirtschaftlicher Dynamik wieder anziehen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

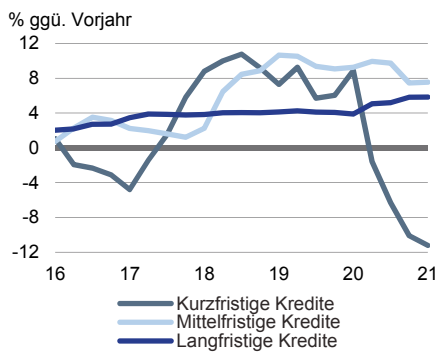


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Auch im Eurogebiet insgesamt verlief das erste Quartal mit nichtfinanziellen Unternehmen nicht schlecht – obwohl der Kreditzuwachs mit 1,5% bzw. EUR 69 Mrd. ggü. Dezember nur etwa halb so hoch ausfiel wie vor einem Jahr, war er doch doppelt so hoch wie 2019. Das relativiert den Rückgang der Jahreswachstumsrate auf nur noch 3,9%. Zum bisher robusten Kreditgeschäft haben sicherlich die Anreize der EZB beigetragen, die für die günstigsten Sonderkonditionen ihrer Refinanzierungsgeschäfte – einen negativen Zinssatz von 1% – verlangte, dass die Banken ihr Kreditvolumen mit Unternehmen und Haushalten (ohne private Hypotheken, also im Wesentlichen Unternehmenskredite), im Zeitraum Ende Februar 2020 bis Ende März 2021 mindestens konstant halten. In Zeiten schrumpfender Zinsmargen und negativer Einlagenzinsen bei der EZB waren die Banken stark daran interessiert, diese Sonder-Zinseinnahmen zu erhalten. Es wird spannend zu sehen sein, ob diese Anreize auch in den nächsten Monaten tragen, denn es gibt eine weitere solche Referenzperiode bis Jahresende, oder ob die im Nachgang von Rezessionen oder der ersten Erholungsphase fast unvermeidliche Abschwächung der Kreditvergabe auch dieses Mal eintritt.

... nach Fristigkeit*

3

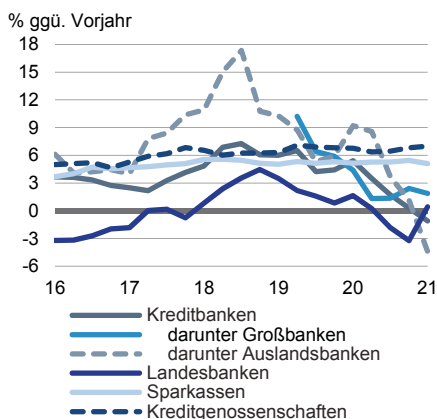


* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Mit Blick auf die verschiedenen Branchen in Deutschland hielt in Q1 die jüngste Dichotomie an – einerseits ging das Kreditwachstum mit dem Verarbeitenden Gewerbe weiter zurück (-4,2% ggü. Vorjahr), andererseits zeigte es sich im Dienstleistungssektor nicht nur robust, sondern erhöhte sich wieder (auf 5,7%), und mit Selbstständigen erreichte es sogar eine neue 20-Jahre-Bestmarke (+4%). Das ist insofern bemerkenswert, als die Vergabe staatlicher Hilfskredite in den letzten Monaten in den Hintergrund getreten ist, während sich gerade viele vom Lockdown betroffene Klein- und Kleinunternehmen nur mithilfe direkter staatlicher Zuschüsse (Überbrückungshilfe, November-/Dezemberhilfe etc.) über Wasser halten können. Diese haben seit Beginn der Pandemie insgesamt eine Höhe von mehr als EUR 44 Mrd. erreicht.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Viele wichtige Industriebranchen liegen mittlerweile unter Vorjahresniveau, so Maschinenbau/Auto (-5,6%), Metall (-5,4%) und die Chemie (-12,8%). Stabil ist die Lage in der Elektrotechnik, während die weniger zyklischen Holz/Papier/Möbel und Ernährung sogar ein moderates Plus aufweisen (1,7% bzw. 2,7%).

Unter den Dienstleistungsbranchen setzte sich die starke Kreditentwicklung bei Wohnungsunternehmen (+7,5%) und, wohl notgedrungen, bei Tourismus/Gastronomie (+8,5%) fort. Gedämpft blieb die Expansion bei Gewerbeimmobilien (+3,8%), während es bei den unternehmensnahen Dienstleistungen (+7,3%) und den Beteiligungsgesellschaften (+8,8%) eine deutliche Belebung gab. Ausgerechnet bei der in der Pandemie so im Vordergrund stehenden Gesundheitsbranche läuft das Geschäft unverändert schleppend (+1,7%).

Die Kreditdynamik bei den sonstigen Branchen änderte sich im ersten Quartal kaum: Hohe Zuwächse verzeichnen weiterhin Verkehr (+14,5% ggü. Vj.) und Bau (+6,5%), einen geringfügigen Anstieg die Landwirtschaft (+1,8%) und Versorger/Bergbau (+2,1%), und einen Rückgang der Handel (-2,6%).

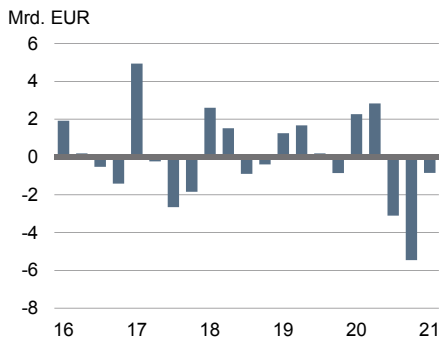
Auch nach Fristigkeiten betrachtet blieb es auf den ersten Blick bei der Dicho-



Robuste Kreditvergabe, Lockdown-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

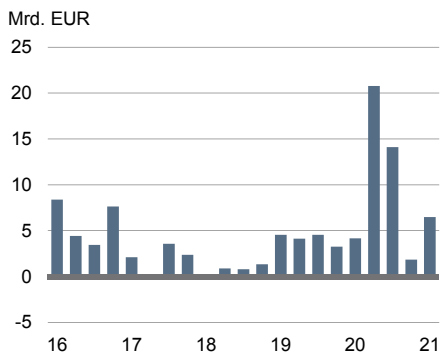
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

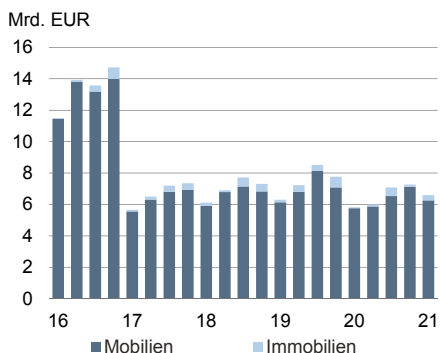
6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuvoolumen*

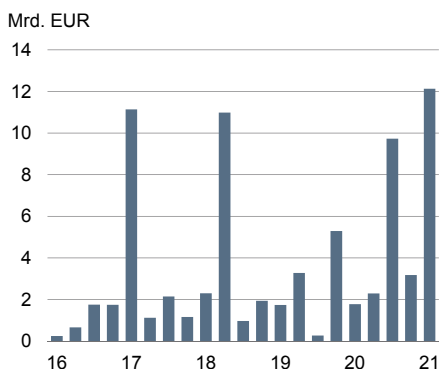
7



* Statistischer Bruch in Q1 2017. Entspricht nicht dem Gesamtmarkt.
Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

tomie zwischen kräftig steigenden mittel- (+7,5%) und langfristigen Darlehen (+5,8%) und stark rückläufigen kurzfristigen Volumina (-11,2%). Jedoch war Q1 2020 bereits durch die Auswirkungen der Corona-Krise geprägt, mit einem ungewöhnlich hohen Plus bei den kurzen Laufzeiten. Tatsächlich war im laufenden Jahr die Entwicklung zwischen Januar und März sehr ähnlich der 2018 & 2019. Ob das jetzt wirklich der Beginn einer Normalisierung ist, wird sich bald zeigen.

Hinsichtlich der einzelnen **Bankengruppen** ähnelt die Situation momentan dem Nachgang der europäischen Schuldenkrise 2013/14. Weiterhin robustes Kreditwachstum mit Unternehmen und Selbstständigen verbuchen die Genossenschaftsbanken (+7% ggü. Vj.) und Sparkassen (+5,1%), während die privaten Kreditbanken (einschließlich Auslandsbanken) und Landesbanken deutlich hinterherhinken. Besonders auffällig ist der Absturz der Auslandsbanken, die noch vor einem Jahr das Feld angeführt hatten und mittlerweile das Schlusslicht bilden (-4,4%). Offenbar ist es hier doch erneut zum befürchteten (prozyklischen) Rückzug gekommen, allen gegenteiligen Beteuerungen zum Trotz. Damit verglichen halten sich Großbanken (+1,9%) und Landesbanken (+0,4%) noch relativ gut. Seinen Höhepunkt überschritten zu haben scheint das Kreditwachstum der staatlichen Förderbanken (einschließlich DZ Bank) (+12,3%).

Ein Grund für das bessere Abschneiden der Verbünde ist ihre sehr starke Position im Geschäft mit Selbstständigen, deren Kreditvolumen ja aktuell deutlich zunimmt. So kommen die Sparkassen bei Selbstständigen auf einen Marktanteil von 40%, die Kreditgenossenschaften auf 34%, was weit über ihrem Anteil am Gesamtmarkt mit Unternehmen und Selbstständigen liegt. Damit hat das Kreditgeschäft mit Selbstständigen aber natürlich auch eine ganz andere Bedeutung für Genossenschaftsbanken (entspricht mehr als der Hälfte ihres gesamten Kreditbuchs) und Sparkassen (Anteil von 41%) als für Großbanken (28%), Auslandsbanken (20%), Förderbanken (7%) und Landesbanken (5%).

In Q1 legten Sparkassen und Kreditgenossenschaften vor allem in ihrer traditionellen Domäne Wohnungsunternehmen weiter zu, erstere außerdem bei Telekom/Beratung/Werbung. Diese unternehmensnahen Dienstleistungen und die Beteiligungsgesellschaften waren auch eine Stärke der Großbanken und Landesbanken im vergangenen Quartal, bei den Großbanken zusätzlich noch der Handel. Die Auslandsbanken schnitten ebenfalls bei den Beteiligungsgesellschaften gut ab, ganz im Gegensatz zu den Versorgern/Bergbau.

Andere Finanzierungsquellen

Der Markt für **Commercial Paper** von Nichtbanken schrumpft weiter. Dafür dürfte u.a. die Attraktivität von länger laufenden Schuldverschreibungen, also Anleihen, verantwortlich sein, denn Commercial Paper haben im aktuellen Umfeld keinen nennenswerten Zinsvorteil mehr. Zum üblicherweise starken Jahresauftakt war die Nettoemission dieses Mal sogar negativ (EUR -0,8 Mrd.); zuletzt war das 2014 vorgekommen.

Der Boom bei **Unternehmensanleihen** hält dagegen ungebrochen an. Auch wenn der Nettoabsatz von Dezember bis März nicht an Q2/Q3 2020 heranreichen konnte, die eine völlige Ausnahme waren, gab es mit EUR 6,5 Mrd. unter dem Strich doch erneut ein sehr gutes Ergebnis. In Euroland als Ganzes standen immer noch gute, wenn auch nicht spektakuläre EUR 25 Mrd. zu Buche. Die EZB ist unverändert eine wichtige Stütze: Sie kaufte allein zu Jahresbeginn Papiere im Wert von EUR 16 Mrd. auf und damit fast zwei Drittel des neu auf den Markt kommenden Angebots.

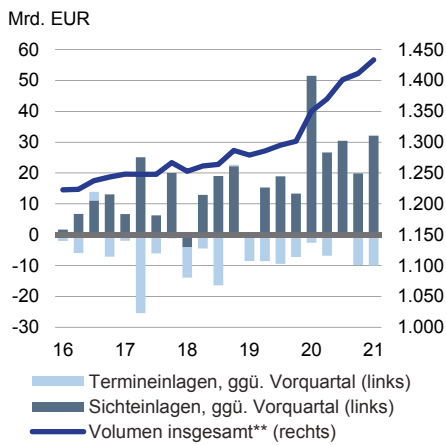
Im **Leasing** verlief das Startquartal recht ordentlich. Neuabschlüsse bei Mobilien in Höhe von EUR 6,3 Mrd. (was allerdings nicht den Gesamtmarkt abdeckt) bedeuteten ein Plus von 9% ggü. dem Vorjahreszeitraum, der jedoch zum Teil schon vom ersten Lockdown betroffen war. Positiv wirkte sich insbesondere die Erholung im Pkw-Geschäft und bei Schienen-, Luft- und Wasserfahrzeugen aus.



Robuste Kreditvergabe, Lockdown-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
 ** Enthält Anstieg um EUR 1,1 Mrd. in Q3 20 aufgrund statistischer Umklassifizierungen.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Immobilien kamen auf EUR 341 Mio., wobei sich möglicherweise einige Projekte verzögert hatten und daher nicht mehr in Q4, sondern erst in Q1 in die Statistik eingingen.

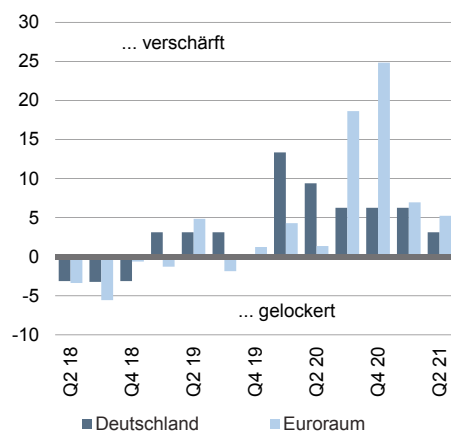
Über **Aktienemissionen** beschafften sich deutsche Unternehmen zu Jahresbeginn so viel Kapital wie schon seit einem Jahrzehnt nicht mehr: EUR 12,1 Mrd. Und anders als damals war es wie schon im letzten Jahr eine breite Mischung an Firmen, und nicht nur das Ergebnis weniger Großtransaktionen. In Q1 wurden von einem Internet- und einem Gesundheits-Unternehmen zwei größere Übernahmen mit neuen Aktien (teil-)finanziert. Darüber hinaus gab es einen mittelgroßen Börsengang ebenfalls einer Internetfirma sowie diverse kleinere Kapitalerhöhungen. Auch der Ausblick auf den Rest des Jahres sieht günstig aus, nicht zuletzt dank des weiterhin freundlichen Marktumfelds und der Konjunktur, die zunehmend an Fahrt gewinnt.

Einlagenvolumen

Im ersten Quartal eines Jahres wachsen die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen in der Regel überhaupt nicht. Anders war es zu Beginn der Corona-Pandemie 2020 und auch dieses Mal, wenn auch nicht ganz so drastisch. Deswegen ging der 12-Monats-Vergleich auch etwas zurück, auf +6,1%. Trotzdem war das Plus von EUR 32,1 Mrd. bei den Sichteinlagen immer noch sehr kräftig und der Abfluss von EUR 10 Mrd. bei Termineinlagen im Rahmen des sonst Üblichen.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10



* Q2 21 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

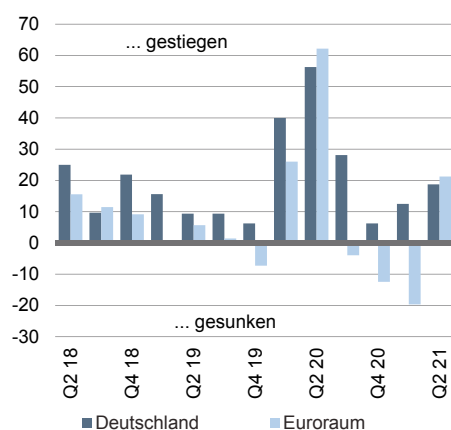
Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmen wurden in Q1 wie schon in den Vorquartalen leicht verschärft (berichtet von netto 6% der Banken). Bei den konkreten Konditionen für tatsächlich ausgereichte Kredite gab es erstmals seit Krisenbeginn keine Veränderung. Zwar stiegen die Margen noch minimal, dafür lockerten die Banken ihre Anforderungen mit Blick auf die Kredithöhe oder Sicherheiten. Auch der Anteil abgelehnter Kredite nahm zum ersten Mal seit zwei Jahren nicht mehr zu. Im Aggregat des Euroraums war die Lage sehr ähnlich.

Die **Kreditnachfrage** der Unternehmen in Deutschland legte weiter zu, allerdings nur noch relativ moderat (gemeldet von 13% der Banken). Bemerkenswert: Dabei stand einer dynamischen Entwicklung bei KMU (+16%) eine de facto Stagnation bei großen Firmen (+3%) gegenüber. In Euroland sah es deutlich trüber aus, hier ging die Nachfrage überraschend sogar zurück (-20%).

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

11



* Q2 21 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Für das **zu Ende gehende Quartal** prognostizieren sowohl die deutschen als auch die Euro-Banken insgesamt die Fortsetzung der jüngsten Trends, mit einer Ausnahme: Die EWU-Institute rechnen nach dem jüngsten Rückschlag mit einer erheblichen Besserung der Nachfragesituation (+21%), wobei diese Erwartungen fast schon chronisch zu optimistisch sind. In den letzten sechs Jahren war die tatsächliche Nachfrage – von nur drei Quartalen abgesehen – stets geringer als die zuvor erwartete Nachfrage.

Zinssätze

Wie schon in den vorherigen Monaten waren die Zinsen auch in Q1 tendenziell rückläufig und erreichten mehrfach neue Rekordtiefs. Bei den meisten **Neukrediten** ging es abermals 0,1-0,3 %-Punkte abwärts, außer bei langen Zinsbindungsfristen (+0,1 %-Punkte). Hier dürfte sich der von den USA ausgehende erhebliche Anstieg der Zinsen am Kapitalmarkt, vor allem am langen Ende, niedergeschlagen haben.

Auf der Passivseite rutschten **Sichteinlagen** mit -11 Bp. auf ein neues Allzeittief, während bei **Termineinlagen** der plötzliche Sprung auf ebenfalls „nur“ noch -11 Bp. wohl eher ein Ausreißer war und kaum von langer Dauer sein dürfte.

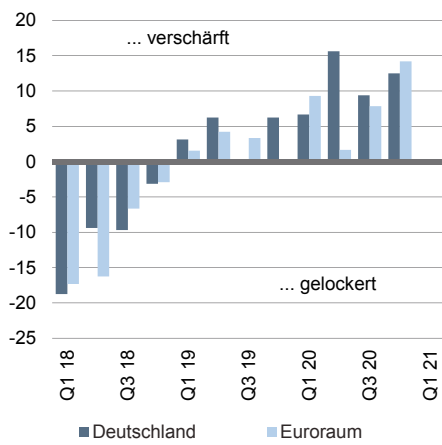
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Robuste Kreditvergabe, Lockdown-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

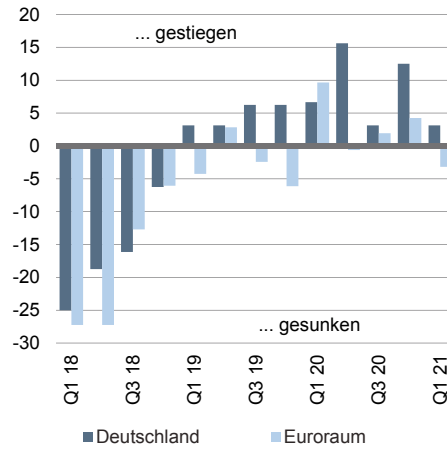
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

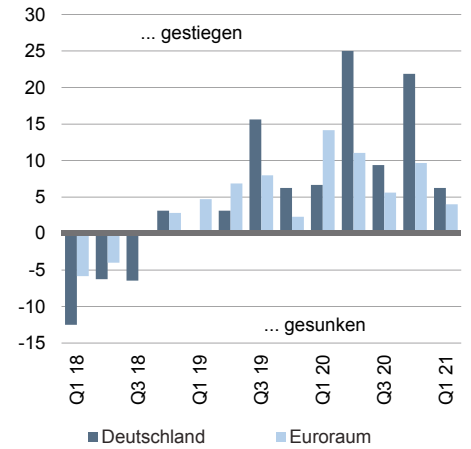
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

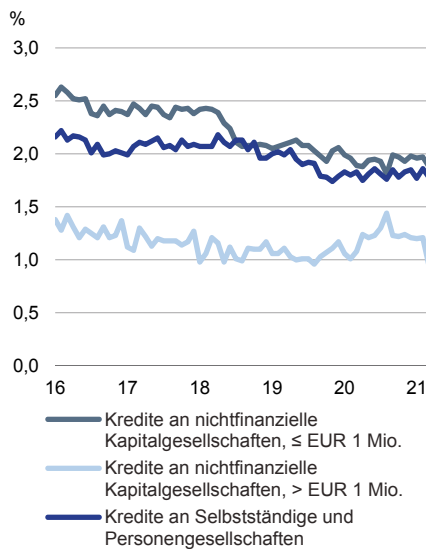
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

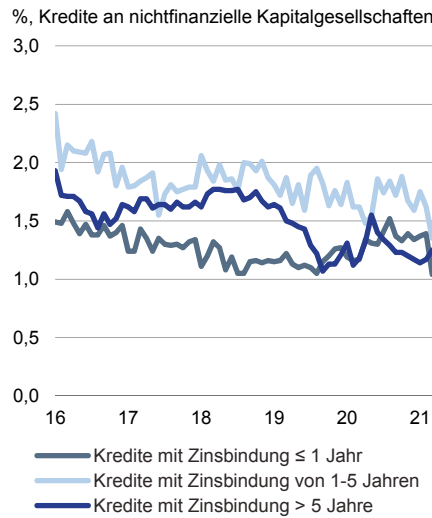
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

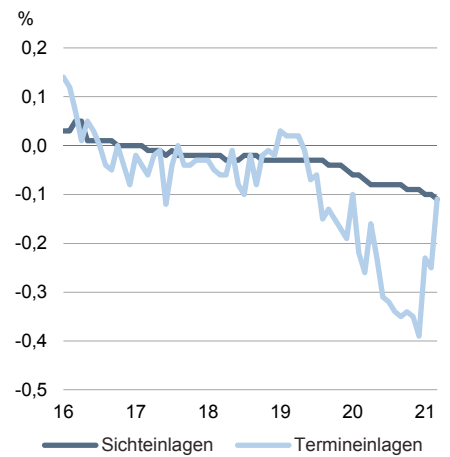
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



Robuste Kreditvergabe, Lockdown-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

Corona-Lockdown bremst Konjunktur in Q1 aus

Deutschland: Konjunkturprognose 18

| % gg. Vj. | 2020 | 2021P | 2022P |
|---------------------------|-------|-------|-------|
| Reales BIP | -4,8 | 4,0 | 4,2 |
| Privater Konsum | -6,0 | -0,3 | 4,7 |
| Staatsausgaben | 3,7 | 2,2 | 0,3 |
| Anlageinvestitionen | -2,7 | 4,0 | 4,8 |
| Ausrüstungen | -11,6 | 10,1 | 6,4 |
| Bau | 2,3 | 0,8 | 3,6 |
| Lager, %-Punkte | -0,9 | -0,7 | -0,6 |
| Exporte | -9,4 | 15,6 | 8,0 |
| Importe | -8,4 | 11,1 | 7,6 |
| Nettoexport, %-Punkte | -0,9 | 2,6 | 0,8 |
| HVPI | 0,4 | 2,3 | 1,1 |
| Staatsverschuldung, % BIP | 69,8 | 72,6 | 69,8 |
| Arbeitslosenquote, % | 5,9 | 5,9 | 5,8 |
| Budgetsaldo, % BIP | -4,5 | -5,9 | -1,7 |

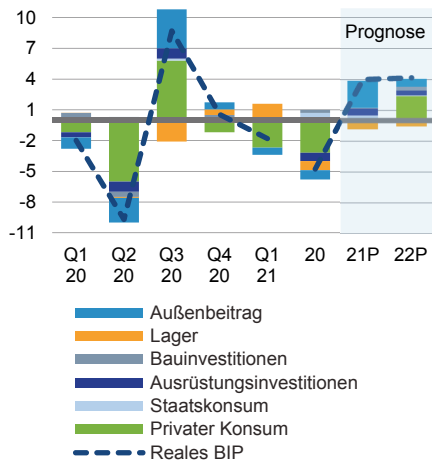
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Trotz der Lockerungen im März führten die Lockdown-Maßnahmen in Q1 zu einem spürbaren Rückgang der deutschen Wirtschaftsleistung von -1,8% ggü. Vq. Die eingeschränkten Konsummöglichkeiten ließen den privaten Verbrauch kräftig einbrechen. Zudem sorgte auch der Außenhandel für negative Impulse. Der bemerkenswert positive Beitrag der Vorratsveränderungen (+1,4 %-Punkte) verhinderte einen noch stärkeren Wachstumseinbruch.
- Saisonale Effekte und die anziehende Impfdynamik führten in Q2 zu einer deutlichen Verbesserung der Pandemiesituation in Deutschland. Die voranschreitenden Lockerungen belebten vor allem die personenbezogenen Dienstleistungen. Die Kehrseite der schwungvollen globalen Konjunkturerholung sind angebotsseitige Engpässe, die die Industrieproduktion empfindlich treffen. Dennoch dürfte die Wirtschaftsleistung in Q2 um 2% ggü. Vq. zulegen. Im Gesamtjahr 2021 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 4%.

Lockdown schrumpft die Wirtschaft in Q1 2021

Anhaltender Lockdown lässt privaten Verbrauch in Q1 kräftig einbrechen 19

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die zu Jahresbeginn 2021 andauernden pandemiebedingten Einschränkungen und die damit verbundenen ökonomischen Auswirkungen ließen die deutsche Wirtschaftsleistung in Q1 um -1,8% ggü. Vq. schrumpfen. Damit lag das Niveau noch 3,4% unter dem Vorjahresstand. Die zwischenzeitlichen Lockerungen im März verhinderten einen noch kräftigeren Einbruch. Trotz der sprunghaften Belebung der Einzelhandelsumsätze zum Quartalsende hin (März: +9,5% ggü. Vm.) schrumpfte der private Verbrauch in Q1 insgesamt um -5,4% ggü. Vq. Die staatlichen Konsumausgaben (0,2% ggü. Vq.) blieben währenddessen nahezu unverändert und lieferten keinen Wachstumsimpuls. Im Zuge der globalen Konjunkturerholung florierte der deutsche Außenhandel auch zu Jahresbeginn 2021. Da aber die Importe (3,8% ggü. Vq.) in Q1 deutlich kräftiger zulegten als die Exporte (1,8% ggü. Vq.), ging der Außenbeitrag im Vorquartalsvergleich zurück und reduzierte das BIP-Wachstum um -0,6 %-Punkte. Unter den verbleibenden inländischen Verwendungskomponenten legten die Bauinvestitionen um 1,1% ggü. Vq. zu und stützten das BIP-Wachstum in Q1 mit 0,1 %-Punkt. Die Ausrüstungsinvestitionen (-0,2% ggü. Vq.) verharrten hingegen nahezu auf Vorquartalsniveau. Die sonstigen Anlagen, zu denen insbesondere Investitionen in geistiges Eigentum zählen, gingen um -1,1% ggü. Vq. zurück und dämpften die Quartalsentwicklung des BIP um 0,1 %-Punkt.

Bemerkenswert ist der Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen von 1,4 %-Punkten in Q1, da diese Komponente ansonsten von eher nachgeordneter Bedeutung ist. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass dieser Posten der Verwendungsseite statistisch vergleichsweise schwach abgesichert und somit reviditionsanfällig ist.

Nach mäßigem Q2-Auftakt nimmt Konjunktur Fahrt auf – BIP in 2021: +4%

Die harten Daten für April waren eher schwach. Die weiterhin starke Auslandsnachfrage und die leer gefegten Fertigwarenlager deuten jedoch auf einen starken Aufschwung hin, sobald sich die angebotsseitigen Engpässe entspannen. Zudem haben sich die Konjunktur- (Juni ggü. April: +51,1 Pkt) und Einkommenserwartungen (Juni ggü. April: +24,8 Pkt.) der Verbraucher gemäß der jüngsten GfK-Konsumklimaumfrage seit Anfang Q2 deutlich verbessert. Zusammen mit einer erwarteten Normalisierung der Sparquote sollte dies eine starke Stütze für das Wachstum des privaten Verbrauchs darstellen. Trotz des schleppenden Starts senken wir unsere BIP-Prognose für das zweite Quartal von knapp 2% gg. Vq. nicht. Im schlimmsten Fall könnte der gebremste Quartalsauftakt bedeuten, dass unsere Prognose von 4% für Q3 zu niedrig ist. Daher

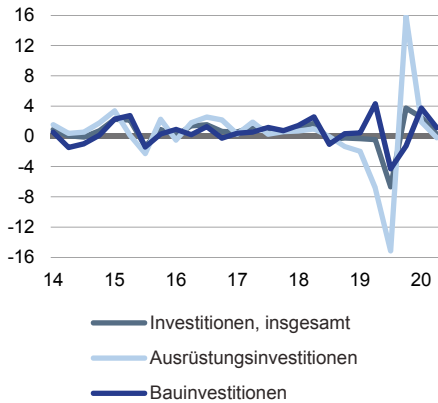


Robuste Kreditvergabe, Lockdown-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

Bauinvestitionen in Q1 robust, Ausrüstungsinvestitionen verhalten

20

% ggü. Vq., sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

bleiben wir auch bei unserer BIP-Prognose von 4% für das Gesamtjahr 2021, die etwa 0,5 %-Punkte über dem Konsens liegt.

Bauinvestitionen in Q1 robust, Ausrüstungsinvestitionen fast unverändert

Zu Jahresbeginn 2021 waren die Bruttoanlageinvestitionen (Q1: 0,3% ggü. Vq.) nur verhalten aufwärtsgerichtet. Neben der allgemeinen Konjunktorentwicklung waren dafür auch eine Reihe von Sondereffekten maßgeblich, die die Investitionstätigkeit sowohl bei Ausrüstungen als auch bei Bauten beeinflussten.

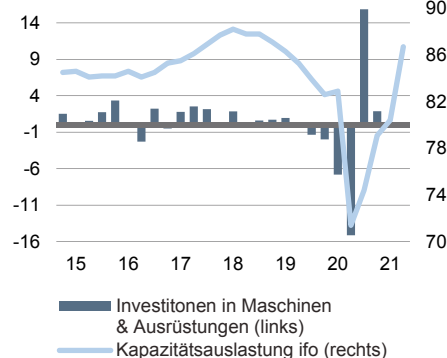
In Q1 legten die Bauinvestitionen mit 1,1% ggü Vq. im Großen und Ganzen recht robust zu. Gleichwohl dürften sie einerseits von den negativen Wettereffekten im Januar und Februar gedämpft worden sein. Zum anderen sorgte das Auslaufen der temporären Mehrwertsteuersenkung für Vorzieheffekte zum Jahresende 2020 hin. Das spiegeln die Umsätze im Bauhauptgewerbe deutlich wider. Infolge der Rechnungsstellungen zum Dezember (19,1% ggü. Vj.) schossen sie regelrecht nach oben. Auch die für Q4 2020 deutlich aufwärts revidierten Bauinvestitionen (3,7% ggü. Vq) unterstreichen dies. Im Sommerhalbjahr 2021 dürften die Bauinvestitionen wieder an Schwung gewinnen, wenngleich in Q2 Meldungen zu Materialknappheiten von spürbarem Gegenwind zeugen. Laut ifo-Umfrage geben zurzeit immer mehr (Mai: 43,9%, April: 23,9%) Hochbauunternehmen an, unter Materialmangel zu leiden. Der Tiefbau war im Mai mit 33,5% etwas weniger betroffen. Sofern sich die Lieferenpässe entspannen und die Arbeitskräftesituation nicht zu drückend wird, lassen die prall gefüllten Auftragsbücher (Reichweite März bis Mai: 4,2 Monate) für die kommenden Monate eine deutlich aufwärtsgerichtete Dynamik am Bau erwarten.

Kapazitätsauslastung in H1 deutlich aufwärtsgerichtet

21

% ggü. Vq.

% sb.



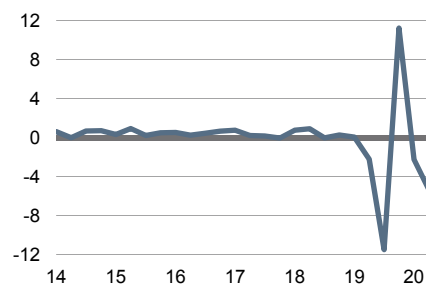
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Die Ausrüstungsinvestitionen lagen in Q1 2021 (-0,2% ggü. Vq.) nur leicht unter dem Volumen von Q4 2020. Die zu Jahresbeginn schwachen inländischen Investitionsgüterumsätze (Q1: -3,3% ggü. Vq.) hatten dies bereits angedeutet. Unter anderem dürften sich auch hier die Lieferschwierigkeiten in der Automobilindustrie dämpfend ausgewirkt haben, sodass in den Fahrzeugflotten der Unternehmen weniger Ersatz zugelassen werden konnte. Zudem könnten die angespannten Lieferketten auch in anderen Investitionsgüterbereichen eine zeitgerechte Auslieferung behindert haben. Das ist letztlich die Kehrseite des global vergleichsweise synchronen Konjunkturaufschwungs. Andererseits bleibt damit aber auch das außenwirtschaftliche Umfeld weiterhin intakt. In Kombination mit der deutlich gestiegenen Auslastung der Industriekapazitäten (Q2: 86,7%, Q1: 80,4%) und dem weiterhin positiven Stimmungsumfeld (ifo Exporterwartungen im Juni: 26 Pkt. – Höchststand seit Januar 2011) dürften Ausrüstungsinvestitionen im Sommerhalbjahr wieder an Schwung gewinnen.

Anhaltender Lockdown lässt privaten Verbrauch in Q1 deutlich einbrechen

22

% ggü. Vq., sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Anhaltender Lockdown lässt privaten Verbrauch in Q1 einbrechen

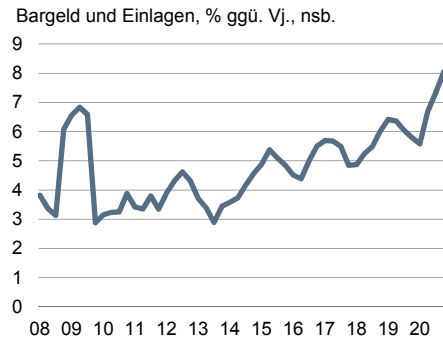
Die anhaltenden Einschränkungen im stationären Einzelhandel und bei den personenbezogenen Dienstleistungen ließen den privaten Verbrauch in Q1 kräftig um -5,4% ggü. Vq. einbrechen und reduzierten die Wirtschaftsleistung um -2,7 %-Punkte. Zudem dürfte die Wiederanhebung der temporär abgesenkten Mehrwertsteuer ebenfalls dämpfend gewirkt haben. Einer der wenigen Lichtblicke war der sprunghafte monatliche Anstieg der Einzelhandelsumsätze (9,5% ggü. Vm.) im März, während der zwischenzeitlichen Lockerungen. Dies kann als Hinweis für die potenzielle Aufwärtsdynamik nach der weitgehenden Öffnung in Q2 gewertet werden. Mit einer beginnenden Normalisierung der in Q1 wieder deutlich angestiegenen Sparquote (Q1: 20,1%) und dem Abschmelzen der während der zurückliegenden Pandemienmonate zusätzlich angefallenen Ersparnisse zeichnet sich ab Q2 eine kräftige Belebung des privaten Verbrauchs ab. Die



Robuste Kreditvergabe, Lockdown-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

Deutsche Haushalte horten während des Lockdowns weiter Barvermögen

23



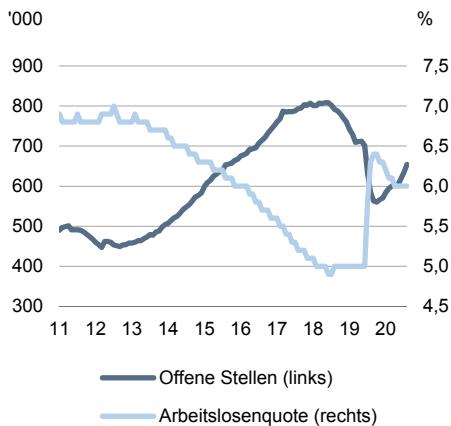
Quelle: Deutsche Bundesbank

Verbesserung der Pandemiesituation und die damit möglich gewordenen Lockerungen spiegeln sich auch in einer deutlichen Aufhellung der Konsumentenstimmung wider. Verglichen mit dem Q1-Durchschnitt (-11,9 Pkt.) kletterte das GfK-Konsumklima um 11,6 Pkt., auf nun -0,3 Pkt. für den Juli. Allerdings stiegen auch die Preiserwartungen in Q2 im Vorquartalsvergleich um deutliche 13 Punkte an, auf einen Wert von knapp -5 Zählern (Q1: -17,9).

Im Zuge des Abbaus der Kurzarbeit wird sich auch die Einkommenssituation vieler Haushalte verbessern, wenn sie dann bei voller Arbeitszeit wieder das komplette Gehalt beziehen können. Zuvor wurde deren Einkommenssituation in Q1 noch kräftig durch Sozialversicherungsleistungen im Rahmen des Kurzarbeitergeldes und die Hilfen für Soloselbstständige gestützt. Nur so konnten die Masseneinkommen in Q1 um 2,6% ggü. Vj. (2020 Q4: 3,9%) zulegen, obwohl die Nettolöhne und -gehälter (-0,3% ggü. Vj.) leicht zurückgingen.

Arbeitsmarkt in Q1 stabil, aber gestützt durch Kurzarbeit

24



Quelle: Deutsche Bundesbank

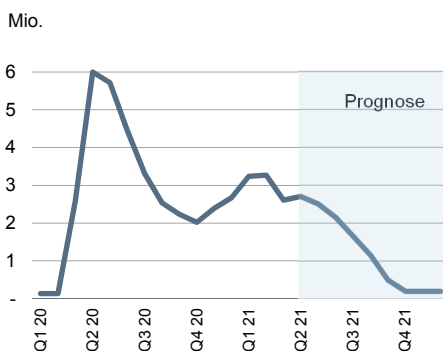
Die kräftig aufwärtsgerichtete Energiepreisentwicklung dämpft die Kaufkraft der privaten Haushalte. Von der Tariflohnentwicklung sind im laufenden Jahr vergleichsweise schwache Impulse (gut 1 ½%) zu erwarten. In der zweiten Jahreshälfte dürften vor allem die fortgesetzten Verhandlungen im Einzelhandel (2,35 Mio. Tarifbeschäftigte), im Groß- und Außenhandel (1,17 Mio.) sowie im Bauhauptgewerbe (633.000) im Mittelpunkt stehen. Bisher deutet sich in beiden Bereichen noch keine Einigung an. Vor allem im Einzelhandel könnte angesichts der zurückliegenden Corona-Krise der Arbeitsplatzsicherung hohe Priorität eingeräumt werden. Sollten sich die Verhandlungen bis weit in die zweite Jahreshälfte hinauszögern, könnten die dann zu erwartenden hohen monatlichen Inflationsraten allerdings zu einer Bekräftigung höherer Entgeltforderungen führen. Aus Inflationsperspektive hätte eine solche Entwicklung einiges Potenzial, temporären Preissteigerungen über den Lohnkanal einen dauerhafteren Charakter zu verliehen.

Staatliche Unterstützung hält Arbeitsmarkt im Frühjahr stabil

Unterstützt durch den weiterhin kräftigen Einsatz der Kurzarbeit verzeichnete der deutsche Arbeitsmarkt einen stabilen Jahresauftakt 2021. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl ging in Q1 um 35.000 Personen zurück und lag bei 2,75 Mio. (2020 Q4: 2,82 Mio.). Die Arbeitslosenquote sank um 0,1 %-Punkt auf nun 6%. Die Zahl der Kurzarbeiter lag in Q1 nach vorläufigen Angaben der Bundesagentur für Arbeit (BA) bei rund 3 Mio. Hauptsächlich betroffen waren die Betriebe im Gastgewerbe und im Einzelhandel. Nach Schätzungen des ifo-Instituts könnte die Zahl der Kurzarbeiter im Mai auf 2,5 Mio. zurückgegangen sein. Mit den weiteren Öffnungen der betroffenen Wirtschaftsbereiche dürfte die Kurzarbeit bereits im Juni weiter gesunken sein. Für die Sommermonate signalisieren die vorlaufenden Arbeitsmarktindikatoren eine deutlich aufwärtsgerichtete Beschäftigungsentwicklung. Das IAB-Arbeitsmarktbarometer erreichte im Juni sogar einen neuen Rekordwert von 107,4 Punkten. Seit Jahresbeginn legte auch die Zahl der gemeldeten offenen Stellen (BA) bis Mai um gut 50.000 zu. Das gesamtwirtschaftliche Stellenangebot lag in Q1 laut IAB-Erhebung bei rund 1,13 Mio. (+4 % ggü. Vq.). Vor diesem Hintergrund dürfte sich die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im Sommerhalbjahr weiter positiv entwickeln, nach einem Stand von zuletzt 33,7 Mio. in Q1. Im Zuge der erwarteten kräftigen Konjunkturerholung in Q2 und Q3 dürfte die Erwerbstätigkeit auch insgesamt wieder zulegen, nachdem sie in Q1 um gut 40.000 auf 44,6 Mio. gesunken war. Im Gesamtjahr 2021 könnte sie wieder ihren Vorjahresstand von rund 44,8 Mio. erreichen. Die Arbeitslosenquote dürfte auf dem Vorjahresstand von 5,9% verharren.

Erwartete Entwicklung der Kurzarbeit

25



Quellen: Arbeitsagentur, ifo Institut, Deutsche Bank Research

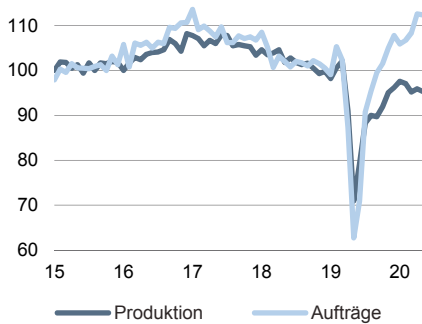


Robuste Kreditvergabe, Lockdown-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

Industrieproduktion durch sektorale Engpässe in Q1 ausgebremst

Industrieproduktion in Q1 leicht rückläufig, trotz praller Auftragsbücher **26**

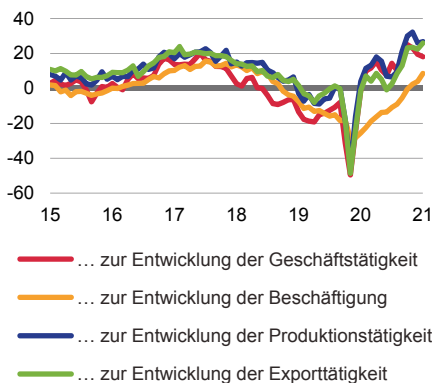
Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Positive Grundstimmung in der Industrie **27**

Erwartungen der Unternehmen in DE, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

Trotz des günstigen außenwirtschaftlichen Umfeldes und der damit verbundenen äußerst guten Auftragslage ging die Industrieproduktion in Q1 leicht um ¼% ggü. Vq. zurück. Die in verschiedenen Industriezweigen durchaus vorhandene Aufwärtsdynamik wird vor allem durch Knappheiten und steigende Preise bei Vorprodukten gebremst. Gerade die Automobilindustrie leidet unter Lieferengpässen bei Halbleitern, wodurch der Ausstoß in Q1 um -12,3% ggü. Vq. zurückging. Hingegen stieg die Produktion im Maschinenbau (Q1: +6,2% ggü. Vq.) und in der Elektrotechnik (Q1: +3,7% ggü. Vq.) merklich an. Wenngleich die Knappheiten auf der Angebotsseite auch in Q2 noch anhielten, dürften sie doch von temporärer Natur sein. Die globale Nachfrage nach Industrieerzeugnissen ist weiterhin intakt. Der Auftragsbestand befand sich zuletzt (aktueller Datenpunkt April) auf einem Rekordniveau. Das anhaltend positive Umfeld spiegelt sich auch in den vorlaufenden Stimmungsindikatoren wider. So sprang die Komponente zu den Produktionserwartungen der Einkaufsmanagerumfrage (PMI) im Juni auf ein Allzeithoch von 70,5 Punkten. Die Beurteilung der Neuaufträge markierte bereits im März einen neuen Höchststand (70,9 Pkt.) und normalisierte sich in der Folge auf hohem Niveau (Q2: 66,2 Pkt.). Mit der Aufhellung des Stimmungsbildes stiegen aber auch die Einkaufspreise in der Industrie überaus kräftig. Deren Beurteilung sprang im Mai auf einen neuen Höchststand (93,1 Pkt.) und legte in Q2 insgesamt um gut 12 Zähler zu, auf einen Stand von 90 Punkten. Ein ähnliches Bild ergeben die Einschätzungen zu den Absatzpreisen, die im Juni einen Rekord von 74,8 Punkten erreichten. Ohne die aktuellen Lieferengpässe hätten wir daher unsere Produktionsprognose für das Jahr 2021 nach oben revidiert. Stattdessen bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass die Fertigung des Verarbeitenden Gewerbes 2021 um real 8% wachsen wird, nach einem Rückgang von gut 10% in 2020.

EZB behält höheres Tempo bei Anleihekäufen in Q2 vorerst bei, Inflationsanstieg sei vorübergehend

Erwartungsgemäß beschloss der EZB-Rat in seiner Sitzung vom 10. Juni, das zuletzt deutlich höhere Tempo der Käufe im Rahmen des Pandemic emergency purchase programme (PEPP) auch im nächsten Quartal beizubehalten. Eine Geldpolitik der „ruhigen Hand“ war die wichtigste Botschaft, die Präsidentin Lagarde dem Markt vermitteln wollte. Der wirtschaftliche Ausblick in der Eurozone erholt sich, die Entwicklung ist aber immer noch mit Unsicherheiten behaftet. Die Prognosen zur Kerninflation bewegen sich nach Einschätzung der EZB in die richtige Richtung, bleiben aber mittelfristig noch gedämpft und damit unter dem Zielwert. Für einen nachhaltigen Renditeanstieg dürfte es daher vorerst zu früh sein, dies wurde auch nicht in der Pressekonferenz thematisiert. Es gab auch keine Anzeichen dafür, dass die Inflation Sorgen bereiten könnte. Die Preisentwicklung dürfte im Jahr 2021 weiter deutlich aufwärtsgerichtet bleiben, aber die EZB scheint dies im Großen und Ganzen bisher nur als vorübergehend zu betrachten. Unsere Erwartung, dass die EZB mitteilen würde, sie beobachte das kurzfristige Inflationsrisiko, hat sich nicht bewahrheitet. Wenn überhaupt, war der Sprachgebrauch hinsichtlich steigender Inflation eher ermutigend als besorgt. Die Bestrebungen der EZB, die Inflation von einem niedrigen Niveau anzuheben, beginnen möglicherweise zu wirken. Offenbar gibt es dort bisher keine Bedenken, dass dies zu gut funktionieren könnte. Dabei ist es schwierig in Echtzeit zu beurteilen, ob ein Inflationsanstieg nur vorübergehend oder dauerhafter sein wird. Wenn die kommenden Monatsmeldungen nach oben überraschen, könnte die Besorgnis vor zunehmender Persistenz zunehmen.

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



Robuste Kreditvergabe, Lockdown-geschädigte Konjunktur in Q1 2021

© Copyright 2021. 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.