



Kreditvergabe und Konjunktur in schwierigem Fahrwasser

19. November 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

Kredite an Industrie im Rückwärtsgang, robustes Wachstum im Dienstleistungssektor. Das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen schrumpfte im zweiten Quartal erstmals seit 2014, bevor es sich in Q3 wieder etwas erholte (EUR +11,8 Mrd.). Es liegt damit nur noch 2,8% über dem Vorjahresniveau. Hauptgrund war das deutliche Minus bei den Krediten an die Industrie. Die Expansion bei Dienstleistern und Selbstständigen hielt dagegen im Sommerhalbjahr ungebrochen an bzw. erreichte sogar einen neuen Rekordwert. Das dürfte allerdings teilweise aus der Not geboren sein. Nach den kurzfristigen Krediten waren Bremseffekte zuletzt auch bei mittleren Laufzeiten spürbar. Bei Auslandsbanken und Landesbanken war der Rückgang am stärksten, während die Verbände erneut erhebliche Zuwächse verzeichneten. Die Kreditstandards blieben im Sommerhalbjahr weitgehend unverändert. Die Kreditzinsen stabilisierten sich, auf der Einlagenseite ging es weiter abwärts auf neue Rekordtiefs. Das Einlagenvolumen war in Q2 überraschend rückläufig, legte jedoch im vergangenen Quartal wieder kräftig zu.

Finanzierungsalternativen: Weiter starkes Anleihegeschäft; Normalisierung bei Aktien, Commercial Paper (CP) und Leasing. Anleiheemissionen kamen in Q2 und Q3 mit kumuliert EUR 15,6 Mrd. erneut auf ein sehr gutes (wenn auch gegenüber Vorjahr geringeres) Ergebnis. Nach den außergewöhnlich starken Vorquartalen nahm das Volumen neu ausgegebener Aktien in den Sommermonaten ab, trotz einiger Börsengänge und Kapitalerhöhungen. CP und das Leasing konnten sich dagegen ein Stück weit von ihrer vorherigen Schwäche erholen.

Konjunktur

Mit den Lockerungen der pandemiebedingten Einschränkungen gewann die deutsche Wirtschaft im Sommerhalbjahr wieder spürbar an Schwung. In Q2 legte das BIP um 1,9% ggü. Vq. zu, gefolgt von 1,8% in Q3. Die Konjunktur wurde vom kräftigen Anziehen des privaten Verbrauchs getragen. In Q2 stützten zudem die staatlichen Konsumausgaben. Während die Investitionen nur verhalten aufwärtsgerichtet waren, sorgte der Außenhandel für negative Impulse. Die tiefer gegliederten Ergebnisse für Q3 stehen noch aus.

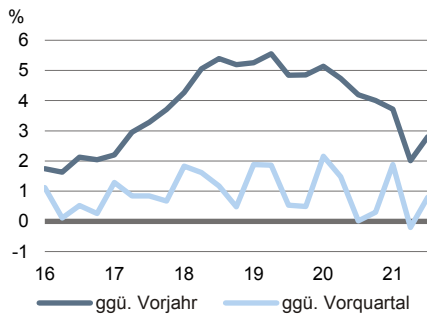
Die Konjunktur wird in Q4 weiter von Lieferengpässen gebremst. Zudem dürften die kräftig angestiegenen Corona-Fallzahlen den privaten Verbrauch dämpfen. Während sich vor allem die personenbezogenen Dienstleistungen bis Anfang Q4 weiter normalisiert haben, trübt die Infektionsentwicklung den Ausblick für das Winterhalbjahr und stellt zudem ein Abwärtsrisiko dar. Industrie und Bauwirtschaft leiden vorerst weiter unter Lieferengpässen und steigenden Preisen. Am Arbeitsmarkt setzte sich die Erholung fort. Der Rückgang der Kurzarbeit führt zu Einkommensgewinnen bei den betroffenen Haushalten. Insgesamt dürfte die Wirtschaftsleistung aber im Winterhalbjahr stagnieren. Die Prognose für das BIP-Wachstum im Jahr 2021 haben wir von 3,1% auf 2,5% angepasst.



Kreditvergabe und Konjunktur in schwierigem Fahrwasser

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

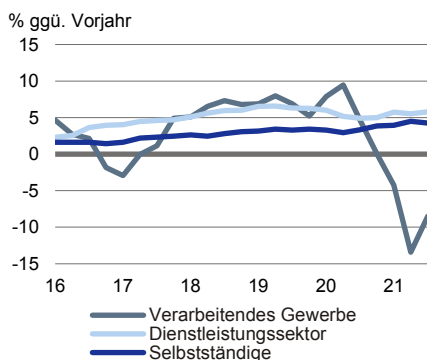
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Der allgemeine Abwärtstrend in der Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland hielt auch im Sommerhalbjahr an. Nachdem es in Q2 das erste Minus seit 2014 gab, erholte sich das Kreditvolumen in Q3 wieder etwas (+0,8% bzw. EUR 11,8 Mrd.). Der Vorjahresvergleich liegt mittlerweile bei +2,8%, nachdem er zuvor auf den niedrigsten Stand seit 2016 gefallen war. Das ist wahrscheinlich noch nicht das Ende der Fahnenstange, in Anbetracht der in den letzten Monaten aufgrund von erheblichen Lieferengpässen nur schleppend verlaufenden Erholung der Gesamtwirtschaft von der Corona-Rezession (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

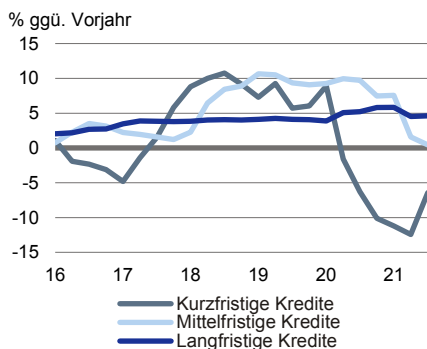


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** insgesamt lief das Kreditgeschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen im Sommer ebenfalls nicht rund. Hier gab es in Q2 einen Rückgang von 0,5% ggü. Vorquartal, welcher in Q3 mit einem leichten Plus von 0,2% nicht ausgeglichen werden konnte. Mit einem Wachstum von 0,9% auf Jahressicht bewegt sich die Kreditvergabe aktuell nahe an der Stagnation, und steht übrigens auch schlechter da als vor Beginn der Corona-Krise. Immer noch unterstützend dürften dabei die Refinanzierungsmaßnahmen der EZB wirken, die den Banken sehr günstige Konditionen im Gegenzug für ein mindestens bis zum Jahresende stabiles Kreditvolumen mit dem Privatsektor anbietet.

... nach Fristigkeit*

3



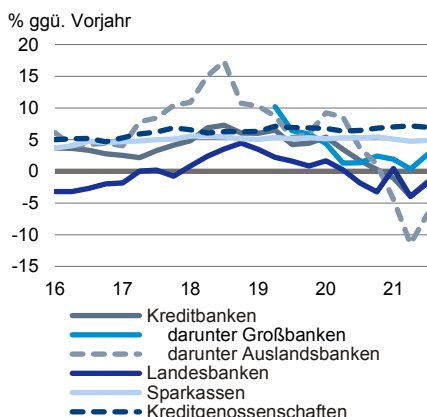
* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich der verschiedenen **Branchen** in Deutschland verstärkte sich im Sommerhalbjahr die Diskrepanz zwischen einem scharfen Einbruch der Kredite an die Industrie und einem unverändert sehr dynamischen (bzw. sich sogar auf Rekordniveau beschleunigenden) Wachstum im Dienstleistungssektor (bei Selbstständigen). Erstere sind aktuell 8,5% niedriger als vor 12 Monaten – in Q2 war der Rückgang sogar etwas heftiger als nach der Finanzkrise, auch wenn das teilweise an einem Basiseffekt liegt: Zu Beginn der Pandemie hatten sich viele Unternehmen vorsichtshalber mit Liquidität vollgesogen. Das hatte zu einem sprunghaften Kreditanstieg geführt, der jetzt die Fallhöhe hebt. Dagegen blieb bei Dienstleistern das Expansionstempo mit 5,8% ggü. Vorjahr nahezu konstant, bei Selbstständigen (mit teilweiser Überschneidung) legte es tendenziell sogar weiter zu auf 4,2% (in Q2 wurde hier der beste Wert seit Beginn des Jahrtausends erzielt). Im Vergleich mit der Finanzkrise sind das deutlich „bessere“ Zahlen, möglicherweise allerdings kein Zeichen von Stärke. Denn der erhöhte Kreditbedarf dürfte nicht zuletzt den Schwierigkeiten vieler Dienstleister und Selbstständiger aufgrund eingeschränkter Geschäftsmöglichkeiten und fehlender Einnahmen in den letzten anderthalb Jahren geschuldet sein. Paradoxerweise könnte also zumindest in manchen Branchen eine langsamere Kreditvergabe in Zukunft ein Zeichen der Entspannung sein. Darüber hinaus müsste jedoch noch ein Auslaufen der bislang sehr beträchtlichen staatlichen Zuschüsse kompensiert werden. Diese summieren sich bereits auf mehr als EUR 56 Mrd. und spielten in den letzten Monaten eine deutlich größere Rolle als die Hilfskredite der KfW (sie haben sie mittlerweile im Volumen auch überholt).

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Den Rücksetzer im Sommerhalbjahr im Verarbeitenden Gewerbe verursachten vor allem Maschinenbau/Auto (EUR -3,1 Mrd.), die Chemie (-1,8 Mrd.) und Metall (EUR -0,5 Mrd.), wobei in Q2 auch sämtliche anderen Einzelbranchen ein (leichtes) Minus verzeichneten – etwas, das seit 2009 nicht mehr vorgekommen ist.

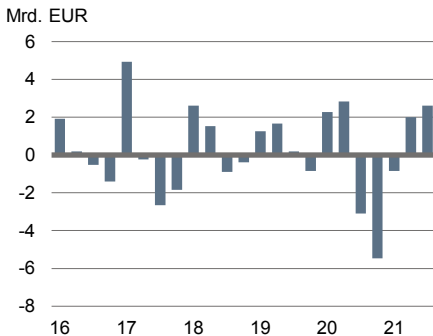
Unter den Dienstleistungsbranchen entwickelten sich die immobiliennahen Wirtschaftszweige erneut schwungvoll. Auf sie entfiel in Q2/Q3 der Großteil des Kreditwachses: Wohnungsunternehmen mit kumuliert EUR +9,7 Mrd. sowie Gewerbeimmobilienfirmen mit EUR +6 Mrd. Telekom/Beratung/Werbung, die unternehmensnahen Dienstleistungen, setzten ihre Kreditexpansion fort (EUR +2 Mrd.); bei den eher volatilen Beteiligungsgesellschaften gab es dagegen nach



Kreditvergabe und Konjunktur in schwierigem Fahrwasser

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

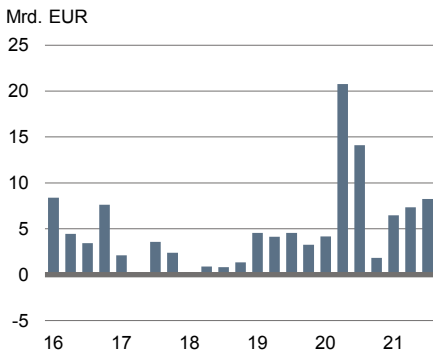
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

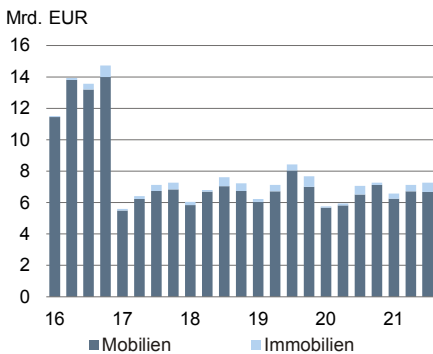
6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuavolumen*

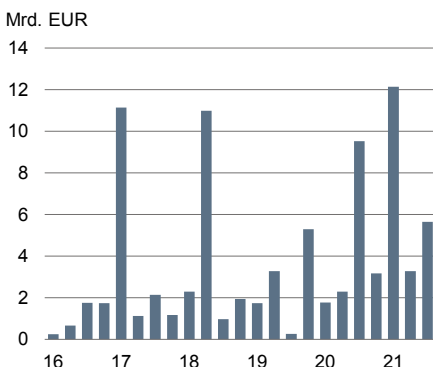
7



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

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

dem hohen Anstieg zu Jahresbeginn eine Korrektur (EUR -1,4 Mrd.). Unspektakulär lief es in zwei gegenwärtig im Fokus stehenden Branchen, in der Gesundheit (EUR +0,9 Mrd.) und bei Tourismus/Gastronomie (EUR +0,2 Mrd.).

Nicht gerade gut sah es zwischen April und September im Kreditgeschäft mit den sonstigen Branchen aus. Verkehr und Handel verbuchten jeweils deutlich geringere Volumina (EUR -3,8 Mrd. bzw. EUR -3,3 Mrd.), und bei den Versorgern/Bergbau sah es nicht viel besser aus (EUR -0,8 Mrd.). Die Landwirtschaft kam in ihrer üblicherweise stärkeren Saison nur auf ein vergleichsweise moderates Plus von EUR 0,8 Mrd. Lediglich der Bau schnitt rundweg positiv ab (EUR +3,1 Mrd.).

Mit Blick auf die unterschiedlichen Fristigkeiten mussten die mittleren Laufzeiten von 1-5 Jahren den größten Dämpfer hinnehmen. Hier ging der 12-Monats-Vergleich auf nur noch +0,4% zurück. Weiterhin tief in den „roten Zahlen“ stecken die kurzfristigen Ausleihungen (-6,4%), während die langfristigen Kredite noch robust ansteigen (+4,6%).

Unter den einzelnen **Bankengruppen** sticht der Absturz der Auslandsbanken heraus. Vor anderthalb Jahren noch mit dem höchsten Wachstum an der Spitze aller Institute, liegen sie mittlerweile auf dem letzten Platz, angesichts eines um 6,7% ggü. Vorjahr geschrumpften Kreditbuchs mit Unternehmen und Selbstständigen. Damit scheint sich exakt die Situation rund um die Finanzkrise zu wiederholen, vor der die Auslandsbanken stark expandiert waren und Marktanteile gewonnen hatten, nur um sich dann nach der Krise umso schneller aus dem deutschen Markt zurückzuziehen. Auch jetzt sieht es wieder nach einem derart prozyklischen Verhalten aus. Ebenso auf dem Rückzug befinden sich wieder die Landesbanken (-1,8%), während das Geschäft der Großbanken moderat zulegt (+2,7%) und es sich bei den Förderbanken (einschließlich DZ Bank) nach ihrem letztjährigen Höhenflug offenbar wieder stabilisiert (nur noch +2,2%). Völlig unbeeindruckt von der Schwäche der Konkurrenz zeigen sich – wie schon in früheren Krisen – Sparkassen (+4,9%) und vor allem Kreditgenossenschaften (+7% – und in Q2 das höchste Wachstum seit zweieinhalb Jahrzehnten).

Die beiden Verbände profitieren dabei nicht zuletzt vom anhaltenden Anstieg des Kreditvolumens mit Wohnungsunternehmen und Gewerbeimmobilienfirmen sowie mit Telekom/Beratung/Werbung und dem Bau – allesamt Branchen, in denen sie eine starke Stellung haben. Die Auslandsbanken und Landesbanken litten im Sommerhalbjahr besonders im Maschinenbau/Auto, bei den Beteiligungsgesellschaften und im Verkehr, Erstere darüber hinaus im Handel, Letztere bei den unternehmensnahen Dienstleistungen und der Chemie. Für die Großbanken ging es nennenswert nur im Verkehr abwärts.

Andere Finanzierungsquellen

Commercial Paper von Nichtbanken erholten sich im zweiten und dritten Quartal ein Stück weit. Die Nettoemission lag bei zusammen immerhin EUR 4,6 Mrd., allerdings nach einem Rückgang um kumuliert EUR 9,4 Mrd. in den neun Monaten zuvor.

Die Emission von **Unternehmensanleihen** lief weiter schwungvoll. Netto kamen in Q2/Q3 EUR 7,4/8,3 Mrd. zusammen, was unter den außergewöhnlichen Vorjahreswerten liegt, aber noch deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Im Eurogebiet als Ganzes hat sich der Markt dagegen schon normalisiert, der Nettoabsatz von EUR 19/16 Mrd. in Q2/Q3 lag ungefähr auf der Höhe der Vorjahre, von 2020 abgesehen. Dabei hält die EZB ihre Kaufprogramme bislang unverändert aufrecht; sie erwarb zwischen April und Juni Unternehmenspapiere im Wert von EUR 16 Mrd. (von Juli bis September EUR 15 Mrd.) und damit rechnerisch gut 80% bzw. sogar über 90% aller neu auf den Markt kommenden Emissionen.

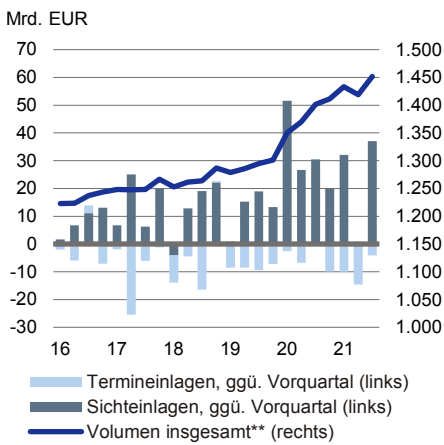
Die **Leasingbranche** in Deutschland hat den Einbruch des letzten Jahres weitge-



Kreditvergabe und Konjunktur in schwierigem Fahrwasser

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

hend aufgeholt und liegt mit Neuabschlüssen bei Mobilien in Höhe von EUR 6,7 Mrd. (entspricht allerdings nicht dem Gesamtmarkt) sowohl in Q2 als auch in Q3 (bei Immobilien: EUR 403 Mio. bzw. EUR 592 Mio.) wieder mehr oder weniger auf Vorkrisenniveau. Das gilt insbesondere für das Schwergewicht, das Pkw-Geschäft, aber auch für die sonstigen Ausrüstungsgüter und Lkw & Busse, wohingegen Maschinen und Büroelektronik den Rückgang noch nicht wieder wettgemacht haben.

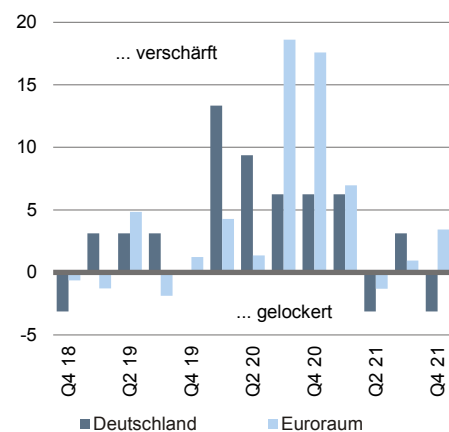
Der Markt für **Aktienemissionen** beruhigte sich nach dem fulminanten Jahresstart im Sommerhalbjahr etwas. In Q2 fand eine Reihe von Börsengängen statt – und einige Kapitalerhöhungen – allesamt jedoch in mittlerer bis geringer Größe. In Q3 gab es eine größere Kapitalerhöhung in der Verkehrsbranche. Das Gesamtvolumen lag demzufolge bei ordentlichen EUR 3,3 bzw. 5,7 Mrd.

Einlagenvolumen

Die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen nahmen in Q2 erstmals seit Längerem ab (EUR -15 Mrd.). Überraschenderweise galt das auch für die Sichteinlagen, die im vergangenen Quartal aber schon wieder kräftig anstiegen, um EUR 37 Mrd., während die Termineinlagen angesichts immer tieferer (Negativ-)Zinsen ihren Schrumpfkurs fortsetzten (EUR -4,1 Mrd., das 11. Quartalsminus in Folge). Insgesamt gab es in Q3 ein Einlagenplus von EUR 33 Mrd., was die Jahreswachstumsrate nach den jüngsten Rückgängen bei 3,6% stabilisierte.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10



* Q4 21 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

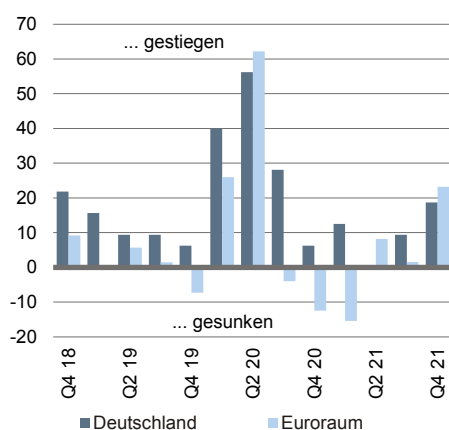
Die generellen **Kreditstandards** und die konkreten Kreditkonditionen für Unternehmen haben sich sowohl in Deutschland als auch in Euroland insgesamt in den letzten beiden Quartalen kaum verändert.

Nicht viel anders sah es mit Blick auf die **Kreditnachfrage** der Unternehmen aus. Bemerkenswert ist allerdings, dass die Banken die Lage zunehmend zu optimistisch einschätzen: Im Euroraum-Aggregat ist seit anderthalb Jahren zu beobachten, dass der Anteil der Banken, die in den nächsten drei Monaten einen Nachfragezuwachs erwarten, regelmäßig um rund 15-30 %-Punkte über dem Anteil der Banken liegt, die im folgenden Vierteljahr eine solche Verbesserung auch tatsächlich feststellen. In Deutschland gibt es dieses Phänomen noch nicht so lange, es ist in den letzten Quartalen jedoch auch vermehrt aufgetreten.

Insofern muss der zuversichtliche **Ausblick auf das Schlussquartal 2021** – netto 19% der deutschen und 23% der EWU-Banken gehen von einem Nachfrageplus aus – mit einigen Fragezeichen versehen werden. Hinsichtlich der (eigenen) Kreditstandards erwarten die Banken erneut weitgehende Konstanz.

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

11



* Q4 21 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Zinssätze

Nachdem die **Kreditzinsen im Neugeschäft** zuvor meist unter Druck gewesen waren, stabilisierten sie sich in den letzten Monaten tendenziell. Sie bewegen sich damit etwa auf dem Niveau zu Jahresbeginn. Angesichts des weiterhin starken Wachstums der langfristigen Kredite (Laufzeit > 5 Jahre) kommt den Krediten mit langer Zinsbindung (ebenfalls > 5 Jahre) besondere Bedeutung zu. Diese bleiben außerordentlich günstig, mit einem durchschnittlichen Zins von 1,1%, was praktisch dem Allzeittief entspricht. Ebenfalls auffällig: Der Zinsabstand zwischen großen und kleinen Krediten an Kapitalgesellschaften hat sich seit Anfang 2018 mehr als halbiert, auf nur noch ca. 0,6 %-Punkte. Seitdem sind vor allem Kredite im Volumen < EUR 1 Mio. ungefähr 0,6 %-Punkte günstiger geworden, größere Kredite etwas teurer.

Auf der **Einlagenseite** geht der Zinsverfall dagegen weiter; Unternehmen *bezahlen* mittlerweile 12 Bp. für Sichteinlagen und 49 Bp. für Termingelder, also im Prinzip den EZB-Einlagenzins für Banken.

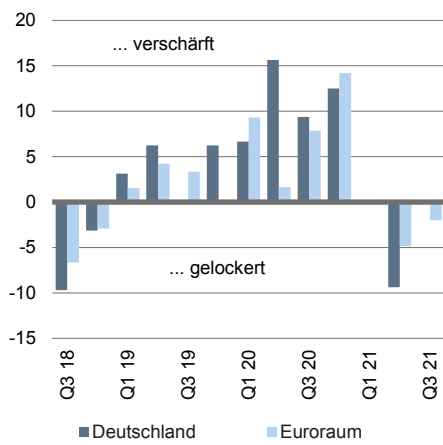
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Kreditvergabe und Konjunktur in schwierigem Fahrwasser

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

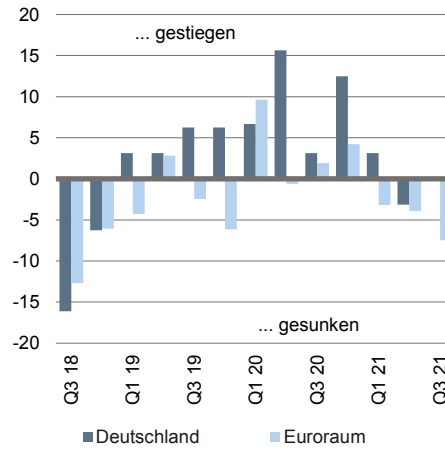
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

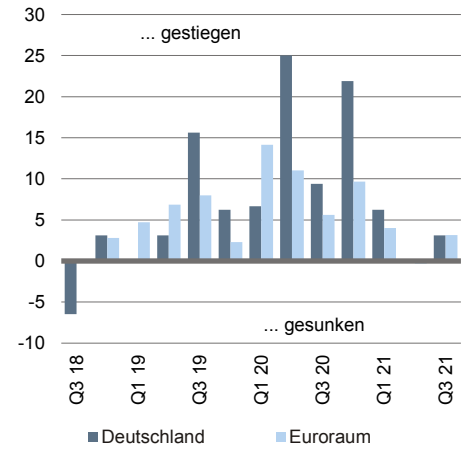
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

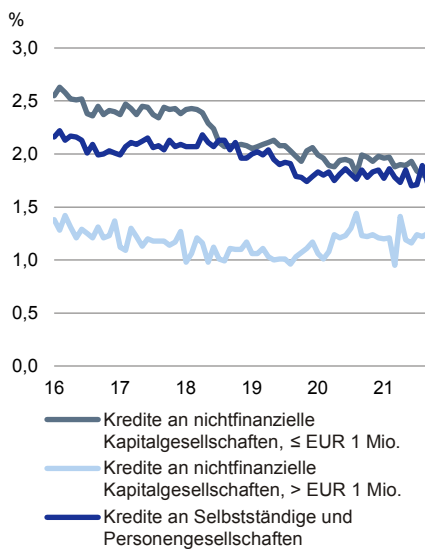
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

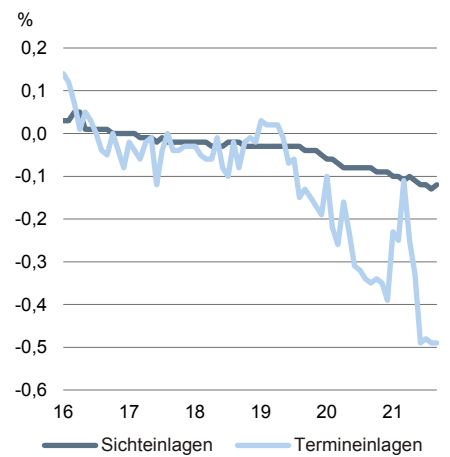
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



Kreditvergabe und Konjunktur in schwierigem Fahrwasser

Deutschland: Konjunkturprognose

18

% gg. Vj.	2020	2021P	2022P
Reales BIP	-4,6	2,5	4,5
Privater Konsum	-5,9		
Staatsausgaben	3,5		
Anlageinvestitionen	-2,2		
Ausrüstungen	-11,2		
Bau	2,5		
Lager, %-Punkte	-0,9		
Exporte	-9,3		
Importe	-8,6		
Nettoexport, %-Punkte	-0,8		
VPI (nat. Def.)	0,5	3,0	2,5
Staatsverschuldung, % BIP	68,7	72,9	70,0
Arbeitslosenquote, %	5,9	5,7	5,3
Budgetsaldo, % BIP	-4,3	-6,3	-1,8

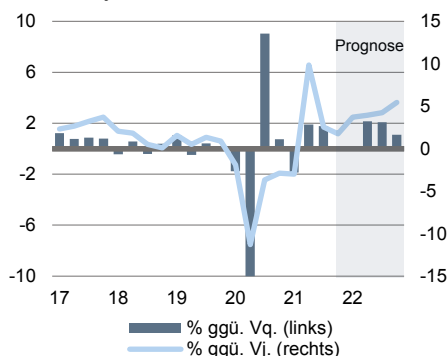
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Konjunkturerholung im Sommer, Stagnation im Winter

- Mit den Lockerungen der pandemiebedingten Einschränkungen gewann die deutsche Wirtschaft im Sommerhalbjahr spürbar an Schwung. In Q2 legte das BIP um 1,9% ggü. Vq. zu, gefolgt von 1,8% in Q3. Die Konjunktur wurde vom kräftigen Anziehen des privaten Verbrauchs getragen. In Q2 stützten zudem die staatlichen Konsumausgaben. Während die Investitionen nur verhalten aufwärtsgerichtet waren, sorgte der Außenhandel für negative Impulse. Die tiefer gegliederten Ergebnisse für Q3 stehen noch aus.
- Die Konjunktur wird in Q4 weiter von Lieferengpässen gebremst. Zudem dürften die kräftig angestiegenen Corona-Fallzahlen den privaten Verbrauch dämpfen und stellen insgesamt ein Abwärtsrisiko für unsere Prognose dar. Während sich vor allem die personenbezogenen Dienstleistungen bis Anfang Q4 weiter normalisierten, trübt die Infektionsentwicklung den Ausblick für das Winterhalbjahr. Industrie und Bauwirtschaft leiden vorerst weiter unter Lieferengpässen und steigenden Preisen. Am Arbeitsmarkt setzte sich die Erholung fort. Dennoch dürfte die Wirtschaftsleistung im Winterhalbjahr nur stagnieren. Die Prognose für das BIP-Wachstum im Jahr 2021 haben wir von 3,1% auf 2,5% angepasst.

Deutsches BIP vor Stagnation im Winterhalbjahr 2021/22

19



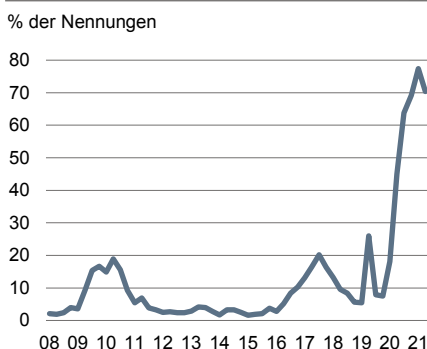
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Konjunkturerholung im Sommer von begrenzter Dauer

Mit der sukzessiven Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen gewann die deutsche Wirtschaft in Q2 wieder an Schwung und konnte um 1,9% ggü. Vq. zulegen. Ohne die sich bereits im Frühsommer abzeichnenden Lieferengpässe hätte das Wachstum sicher noch kräftiger ausfallen können. Mit den Lockerungen zog der private Verbrauch (Q2: 3,2% ggü. Vq.) wieder kräftig an. Vor allem, da die zuvor von der Bundes-Notbremse betroffenen Bereiche des stationären Einzelhandels wieder öffnen konnten und auch die personenbezogenen Dienstleistungen nun zunehmend verfügbar wurden. Gemäß dem verbalen Kommentar zur Schnellmeldung des BIP in Q3 war der private Verbrauch weiterhin der Wachstumstreiber. Die tiefer gegliederten Ergebnisse werden am 25. November veröffentlicht. In Q2 legten die staatlichen Konsumausgaben (1,8% ggü. Vq.) ebenfalls spürbar zu. Dafür dürften nicht zuletzt die pandemiebezogenen Impf- und Testkampagnen verantwortlich gewesen sein. Die Investitionen in Ausrüstung und Bauten legten jeweils lediglich um magere 0,3% ggü. Vq. zu, wovon kein spürbarer Wachstumsimpuls ausging. Zwar konnte auch der Außenhandel in Q2 an Dynamik gewinnen, jedoch dürften die Exporte unter der rückläufigen Industrieproduktion (Q2: -1,2% ggü. Vq.) gelitten haben. Somit fiel der um die Importe bereinigte Außenbeitrag (Q2: -0,6 %-Punkte ggü. Q1: -1,0 %-Punkte) erneut negativ aus. Im Gegensatz zum Vorquartal gaben die Vorratsveränderungen in Q2 kaum Impulse (0,1 %-Punkte ggü. Q1: 1,9 %-Punkte).

ifo Index für die Knappheit von Vorprodukten und Rohstoffen in der Industrie

20



Quelle: ifo Institut

Lieferengpässe bringen Konjunktur mehr und mehr ins Stocken

Das Wellenmuster der Corona-Pandemie sowie das synchronisierende Moment der Impfstoffverfügbarkeit – vor allem in der EU – brachten die Konjunktur in vielen Regionen in einen Gleichklang. Die Kehrseite des Aufschwungs sind überdehnte Lieferketten durch gestörte Transportabläufe (pandemiebedingte Störungen in Umschlaghäfen, fehlende Container), Engpässe und Wartezeiten bei wichtigen Bauteilen und nicht zuletzt steigende Transportkosten und Güterpreise. Diese zum Teil gegenläufigen Impulse brachten die deutsche Industriekonjunktur während der Sommermonate gehörig aus dem Tritt. Vor allem die Autoindustrie und ihre Zulieferer sind davon nach wie vor betroffen. Auch die Bauwirtschaft leidet unter Materialengpässen. Eine spürbare Besserung erwarten wir erst im Verlauf der ersten Jahreshälfte von 2022. Im Gegensatz zu die-

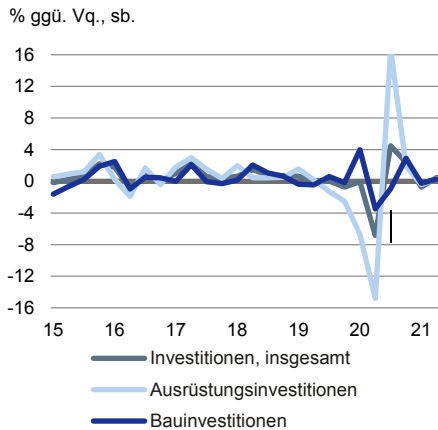


Kreditvergabe und Konjunktur in schwierigem Fahrwasser

sen Wirtschaftsbereichen konnten sich Handel, Dienstleistungen und Gastgewerbe während der Sommermonate gut behaupten. Insgesamt blieb das Wachstum der deutschen Wirtschaft in Q3 aber aufgrund der schwachen Industriekonjunktur hinter den Erwartungen zurück.

Bau- und Ausrüstungsinvestitionen in Q2 leicht aufwärtsgerichtet

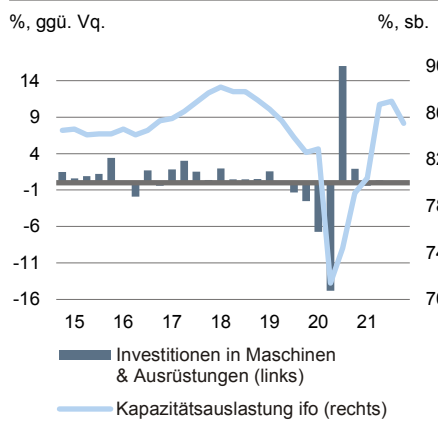
Bau- und Ausrüstungsinvestitionen in Q2 von Lieferengpässen ausgebremst **21**



In Q2 konnten die Bruttoanlageinvestitionen wieder leicht zulegen (Q2: 0,5% ggü. Vq., rev. Q1: -0,7%). Ohne die angebotsseitigen Engpässe hätte die Dynamik sicher noch kräftiger ausfallen können. Da sich die Lieferprobleme im Sommer aber eher verschärft haben, dürften die Bruttoanlageinvestitionen auch in Q3 kaum mehr an Schwung gewonnen haben.

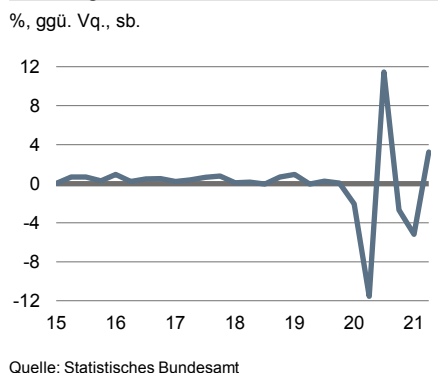
Die Bauinvestitionen legten in Q2 um 0,3% ggü. Vq. (Q1: -0,2%) zu. Eine kräftigere Aufwärtsbewegung blieb wegen Materialmangels und fehlender Fachkräften aus. Gleichzeitig bleibt die Nachfrage nach Bauleistungen weiterhin hoch. Das zeigt z.B. die Entwicklung der Baugenehmigungen für Wohnungen. Von Januar bis September 2021 lagen sie 5,4% über der Vergleichsperiode des Vorjahres. Angesichts praller Auftragsbücher (Rekordniveau im Aug: 4,6 Monate Reichweite) ist die Stimmung der Bauunternehmer bestens. Laut ifo-Umfrage wurden die Geschäftsaussichten im Bauhauptgewerbe in Q3 so positiv beurteilt wie zuletzt in Q3 2019. Das darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass diese Firmen während des Sommers zunehmend über Materialmangel (Q3: 37,6% ggü. Q2: 34,7%) klagten. Somit dürften die Bauinvestitionen in Q3 kaum stärker als im Vorquartal zugelegt haben. Die während der Sommermonate kräftig gestiegen Umsätze (Q2: 3,2% ggü. Vj., Jul/Aug: 6,5%) – gewöhnlich ein guter Indikator für die Investitionen – sind aufgrund des rasanten Anstiegs der Baupreise aktuell weniger aussagekräftig.

Kapazitätsauslastung sinkt nach Plateau im Sommer **22**



Die Ausrüstungsinvestitionen entwickelten sich in Q2 nur mäßig (0,3% ggü. Vq., Q1: -0,4%). Zum überwiegenden Teil kann dies auf einheimische Produktionsausfälle und globale Lieferverzögerungen zurückgeführt werden. Das spiegelt sich auch in den zunehmend rückläufigen inländischen Investitionsgüterumsätzen (Q3: -4,7% ggü. Vq., Q2: -3,4%) wider. Besonders ausgeprägt waren die Quartalsrückgänge in der Automobilindustrie (Q3: -11,2% ggü. Vq, Q2: -4,9%). Vor diesem Hintergrund könnten die Ausrüstungsinvestitionen in Q3 erneut schrumpfen. Da sich hier die Lieferengpässe erst im Verlauf der ersten Jahreshälfte von 2022 allmählich entspannen dürften, ist zu erwarten, dass etwaige Kapazitätserweiterungen in den kommenden Quartalen eher geringer ausfallen. Einige Unternehmen könnten sie sogar zurückstellen, da die Exportaussichten unsicherer geworden sind – vor allem dann, wenn die Unternehmen den aktuellen Nachfrageanstieg nur für vorübergehend halten.

Privater Verbrauch in Q2 mit sprunghafter Erholung nach Ende der Restriktionen **23**



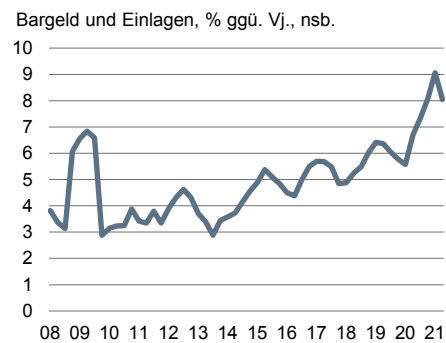
Privater Verbrauch war das Zugpferd der Konjunktur im Sommer

Die Konsumnachfrage der privaten Haushalte stützte das BIP-Wachstum in Q2 mit 1,6 %-Punkten und auch in Q3 dürfte die Dynamik weiterhin kräftig gewesen sein. Mit den Lockerungen der pandemiebedingten Einschränkungen zog die Nachfrage in den zuvor beeinträchtigten Bereichen sprunghaft an. Vor allem im stationären Einzelhandel, im Gastgewerbe und bei Tourismusangeboten wurde dies deutlich sichtbar. Bis auf einen kleinen Rücksetzer im September stieg die Kaufkraft der Verbraucher stetig an. Die jüngst sprunghaft gestiegenen Corona-Neuinfektionen lassen für Q4 aber eine erneute Eintrübung erwarten. Zudem werden auch für den Endverbraucher zunehmend angebotsseitige Engpässe spürbar, die sich in ausgedehnten Lieferzeiten und teilweise deutlichen Güterpreisanstiegen niederschlagen.



Kreditvergabe und Konjunktur in schwierigem Fahrwasser

Deutsche Haushalte verfügen noch über aufgestaute Kaufkraft 24

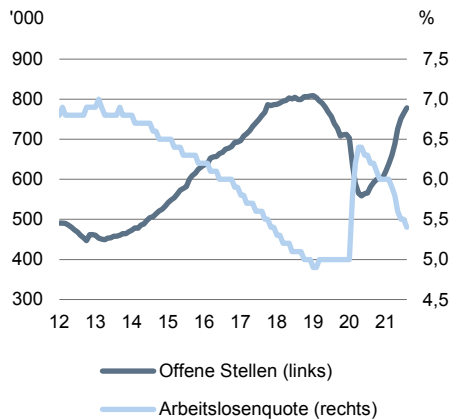


Quelle: Deutsche Bundesbank

Zusammen mit den kräftig aufwärtsgerichteten Energiepreisen (Okt: 4% ggü. Vm., 18,6% ggü. Vj.) dämpft dies die reale Kaufkraft der privaten Haushalte. Im laufenden Jahr dürfte die durchschnittliche Inflationsrate (nat. Def.) bei rund 3% liegen und trotz auslaufender Basiseffekte (MwSt.-Effekt und CO₂-Bepreisung) bei etwa 2,5% im Jahr 2022 verharren.

Im Zuge der Erholung des privaten Verbrauchs normalisierte sich die Sparquote in Q2 wieder auf 16,8% (Q1: 19,0%). Auch in Q3 dürfte sich diese Entwicklung graduell fortgesetzt haben. Während der pandemiebedingten Einschränkungen kam es bei den privaten Haushalten zu einem außergewöhnlichen Anstieg der Ersparnisse. Das Volumen dürfte sich auf gut EUR 160 Mrd. summieren. Wenngleich zu berücksichtigen bleibt, dass diese Ersparnisse nicht gleichmäßig über die Haushalte verteilt sind, würde von einem Abschmelzen eine zusätzliche Unterstützung für den privaten Verbrauch ausgehen. Als Nebeneffekt könnte dies den privaten Haushalten ermöglichen höhere Preise zu tolerieren. Das wiederum würde eine Normalisierung der erhöhten Inflationsraten dämpfen.

Kräftige Belebung des Arbeitsmarktes im Sommerhalbjahr 25

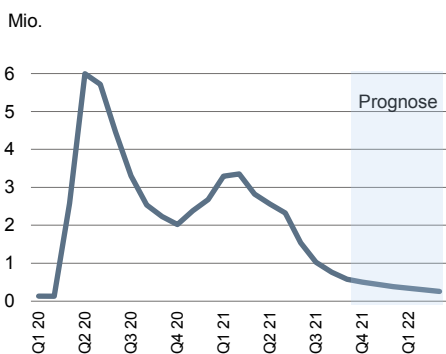


Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Arbeitsmarkt weiter mit deutlichem Aufwärtstrend

Die Konjunkturerholung im Sommerhalbjahr 2021 spiegelt sich auch in einem anhaltend kräftigen Aufwärtstrend am deutschen Arbeitsmarkt wider. Seit Ende Q2 gingen die Arbeitslosenzahlen bis zum Oktober saisonbereinigt um rund 215.000 zurück. Die Frühindikatoren des ifo-Instituts und des IAB, wie auch die Unterkomponenten der Einkaufsmanagerindizes (PMI), signalisieren aktuell aber eine Abschwächung des positiven Trends in den kommenden Monaten. Das anhaltend schwierige Umfeld für die Industrie und die zu erwartenden negativen Auswirkungen steigender Corona-Neuinfektionen auf den privaten Verbrauch dämpfen die Einstellungspläne der Unternehmen, jedenfalls vorübergehend. In den beiden letzten Monaten des Jahres 2021 dürften die Arbeitslosenzahlen aber noch einmal um rund 40.000 zurückgehen. Für das Gesamtjahr 2021 prognostizieren wir nunmehr eine Arbeitslosenquote von 5,7% (2020: 5,9%). Im kommenden Jahr dürfte die Quote weiter auf 5,3% sinken.

Kurzarbeit im Sommer kräftig gesunken 26



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo Institut, Deutsche Bank Research

Die Kurzarbeit ging in Q3 stetig zurück. Seit Jahresmitte dürfte die Zahl der Kurzarbeiter um rund eine Million auf inzwischen rund 500.000 (Stand Oktober) gesunken sein. Damit sind auch Einkommensgewinne bei den betroffenen Haushalten verbunden. Umfrageergebnissen des ifo Instituts zufolge verringerten sich die Zahlen im Dienstleistungssektor und im Gastgewerbe wie erwartet deutlich. Im Gegensatz dazu sind sie in mehreren Industriezweigen seit Ende des Q3 wieder leicht angestiegen (Automobilsektor und Zulieferer, Metallindustrie), weil die Produktion aufgrund von Lieferengpässen gedrosselt werden musste. Dennoch dürfte die Gesamtzahl der Kurzarbeiter bis zum Jahresende 2021 auf rund 400.000 sinken.

Industrieproduktion in Q3 erneut im Rückwärtsgang

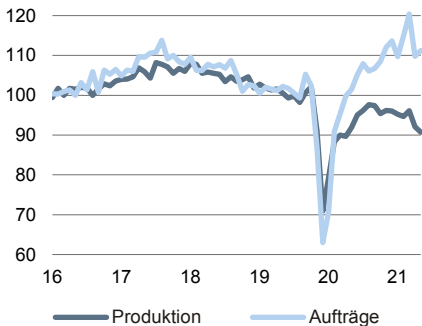
Das Verarbeitende Gewerbe wird in Deutschland weiterhin von Lieferengpässen und steigenden Preisen für Vorprodukte in Mitleidenschaft gezogen. Im Sommer beschleunigte sich der Rückgang der Industrieproduktion von -1,1% ggü. Vq. in Q2 auf -2,4% in Q3. Besonders heftig war der Einbruch (Q3: -13,6% ggü. Vq.) in der Automobilindustrie, hauptsächlich infolge fehlender Halbleiter. Im Vergleich zu Q1 lag das Minus sogar bei 23%! Nach Berechnungen des ifo Instituts dürften die Lieferengpässe die Bruttowertschöpfung in der deutschen Industrie bislang um rund EUR 40 Mrd. (rund 5%) verringert haben. Sie dürften im Jahr 2022 nur ganz allmählich abklingen und in manchen Sektoren könnte es sogar noch länger dauern. Währenddessen erreichte der Auftragsbestand im Sommerhalb-



Kreditvergabe und Konjunktur in schwierigem Fahrwasser

Industrieproduktion in Q2 weiter im Rückwärtsgang, Auftragslage sehr gut **27**

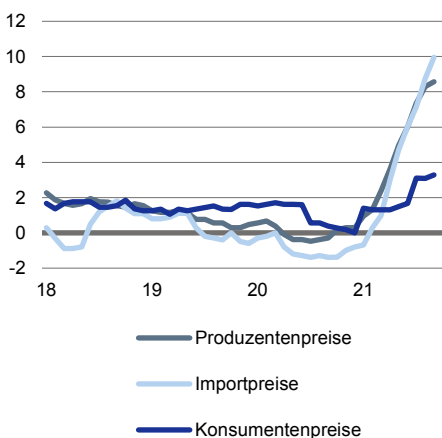
Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Inflation (ohne Energie) auf verschiedenen Ebenen **28**

% gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

jahr ein Rekordhoch nach dem anderen. Angesichts der lahmenen Industrieproduktion dürfte sich das Abarbeiten aber hinziehen, entsprechend lag die Auftragsreichweite zuletzt bei 7,4 Monaten (Sep.). Aktuell blicken die Unternehmen skeptischer auf die zukünftige Produktionsentwicklung. Diese Unterkomponente des Einkaufsmanagerindexes PMI lag im Oktober (61,0) gut 9 Punkte unter dem Rekordhoch (70,2) vom Juni. Ein ähnliches Bild zeigen auch die ifo Exporterwartungen. Nachdem sie im Juni (24,2) so optimistisch waren wie seit Januar 2011 (27,7) nicht mehr, fielen sie bis Oktober wieder auf 13 Punkte zurück. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognose für die deutsche Industrieproduktion im Jahr 2021 von 8,0% auf 3,5% reduziert (2020: -9,6%). Im Jahr 2022 erwarten wir eine Steigerung der Produktion um 7,0%.

EZB mit ruhiger Hand – Erwartung länger erhöhter Inflationsraten

Im Oktober verkündete die EZB erwartungsgemäß, an der moderaten Reduktion der monatlichen Nettokäufe im Rahmen des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) festzuhalten. Auch die Leitzinsen blieben unverändert. Die Pressekonferenz enthielt zwei Schlüsselbotschaften. Erstens werde die Inflation in Euroraum länger erhöht bleiben, bevor sie mittelfristig wieder unter den Zielwert von 2% fallen werde. Dieser Ausblick deckt sich im Großen und Ganzen mit unserer eigenen Inflationsprognose: ein etwas länger anhaltender Inflationsanstieg in den Jahren 2021 und 2022, gefolgt von einem Rückgang unter den Zielwert im Jahr 2023. Zweitens stehe eine vom Finanzmarkt für 2022 erwartete Zinsanhebung im Widerspruch zur Inflationsprognose und zur Forward Guidance der EZB. Die Guidance ist bewusst so angelegt, dass eine Reaktion (wie 2011) auf vorübergehende Inflationsanstiege vermieden wird. Präsidentin Lagarde unterstrich, dass die Prognose und die Forward Guidance auch nicht mit einer Zinsanhebung „irgendwann in nächster Zukunft“ nach 2022 vereinbar seien. Vielmehr habe sich der Markt „selbst überholt“. Gleichwohl bedeutet dies nicht, dass die EZB ihren geldpolitischen Kurs nicht auch anpassen wird. Die Nettokäufe im Rahmen des PEPP dürften im März 2022 enden. Eine Bestätigung erwarten wir im Dezember. Ferner dürfte der Ankauf von Vermögenswerten nach dem Ende des PEPP flexibler sein als vor der Pandemie. Das Asset Purchase Programme (APP) könnte dann in die gemeinsame Beurteilung von Finanzierungsbedingungen und Inflationsaussichten aufgenommen werden. Wir gehen davon aus, dass sich der Gesamtbetrag der Ankäufe im Jahr 2022 gegenüber 2021 mehr als halbieren und im Jahr 2023 weiter deutlich schrumpfen wird. Zudem könnten im Dezember Änderungen an den TLTRO-III angekündigt werden, da die Maßnahmen im derzeitigen Umfang nicht mehr gerechtfertigt sind. Gleichwohl dürfte dies so erfolgen, dass ein Klippeneffekt vermieden wird.

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

© 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.