



## Robustes Kreditgeschäft, durchwachsene Konjunktur in Deutschland in Q3 2016

20. Dezember 2016

### Autoren

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

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

### Editor

Jan Schildbach

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

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

### Unternehmensfinanzierung

**Aufwärtstrend bei Unternehmenskrediten hält an; historische Negativzinsen bei Einlagen.** Im dritten Quartal legte die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland wieder um solide EUR 6,5 Mrd. oder 0,5% zu, getragen vor allem von einer guten Entwicklung bei langfristigen Krediten. Der Vorjahresvergleich erreichte mit +2,1% den zweithöchsten Wert seit 2009. Allerdings war das Kreditvolumen mit vielen wichtigen Industriebranchen rückläufig, während insbesondere die Immobilienbranchen ihre Expansion beschleunigten. Sparkassen und Genossenschaftsbanken erzielten einmal mehr das stärkste Wachstum, wohingegen sowohl die Landesbanken als auch die Kreditbanken schwächelten. Laut dem Bank lending survey ist der Margendruck aufgrund intensiven Wettbewerbs unter den Banken unverändert hoch. Auch die Unternehmenseinlagen blieben auf ihrem stetigen Wachstumspfad. Mit Blick auf die Finanzierungsalternativen war das Ergebnis bei Anleihe- wie auch Aktienemissionen in diesem Vierteljahr verhältnismäßig solide.

Das Zinsniveau erreichte in einigen Kreditkomponenten neue Allzeittiefs, herausragend war jedoch das historisch einmalige Abrutschen des Durchschnittszinses für alle Unternehmenseinlagen in den negativen Bereich, hauptsächlich wegen eines nochmaligen deutlichen Rückgangs beim Zins auf Termineinlagen.

### Konjunktur

**Temporäre Wachstumsverlangsamung in Q3 2016 – Trotz nachlassendem Rückenwind solider Ausblick für 2017.** Das BIP-Wachstum fiel in Q3 mit +0,2% gg. Vq. wie von uns erwartet aus. Alleiniger Wachstumstreiber war die Binnenwirtschaft – insbesondere der private und staatliche Konsum – und die Nettoexporte kosteten Wachstum. Eine schwache Exportentwicklung und politische Unsicherheiten sorgten für den zweiten aufeinanderfolgenden Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen. Bauinvestitionen expandierten nur leicht.

Wir rechnen damit, dass die Wachstumsverlangsamung in 2016 hauptsächlich auf die Volatilität der Quartalszahlen zurückzuführen ist und die zugrundeliegende solide Konjunkturentwicklung intakt ist. In Q4 dürfte das BIP-Wachstum mit 0,5% wieder anziehen und die monatlichen Konjunkturindikatoren signalisieren sogar Aufwärtsrisiken. In 2016 dürfte die deutsche Wirtschaft damit um 1,9% wachsen (2015: 1,7%).

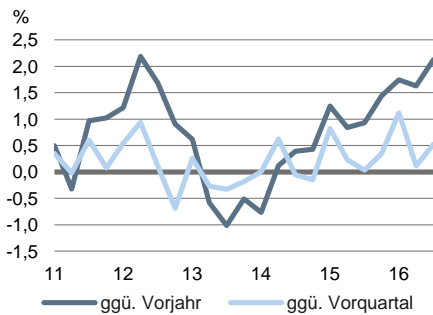
Das BIP-Wachstum dürfte in 2017 mit 1,1% nach der ausgeprägten Dynamik der zwei Vorjahre nachlassen. Etwa die Hälfte der Wachstumsverlangsamung geht aber auf eine geringere Zahl von Arbeitstagen zurück. Zwar dürften einige Sonderfaktoren, die in 2016 die Inlandnachfrage beschleunigt haben, wegfallen; den robusten binnenwirtschaftlichen Wachstumspfad sehen wir aber dank der guten Arbeitsmarktlage als intakt an. Der schwache Welthandel und die politische Unsicherheit dämpfen Export und Investitionen.



## Robustes Kreditgeschäft, durchwachsene Konjunktur in Deutschland in Q3 2016

### Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

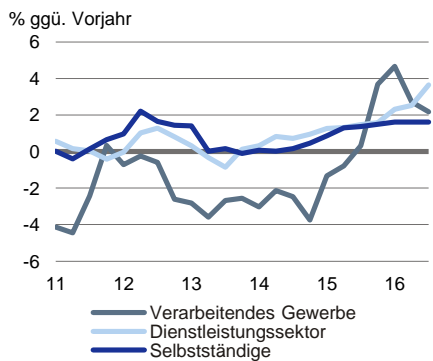
Der Aufwärtstrend im deutschen Kreditgeschäft hält an. Nach einem kleinen Durchhänger im zweiten Quartal legte die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Q3 wieder um gute 0,5% oder EUR 6,5 Mrd. gegenüber Vorquartal zu. Im Vergleich zu September 2015 steht damit eine Wachstumsrate von 2,1% zu Buche – der zweithöchste Wert seit 2009. Der Ausblick auf 2017 ist allerdings nur verhalten positiv, denn obwohl die Bautätigkeit weiter zunehmen dürfte, ist von einer Stagnation der Unternehmensinvestitionen auszugehen (zu den Details des Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Dagegen kommt im **Euroraum** insgesamt das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen unverändert nicht vom Fleck. Seit über zwei Jahren verharrt es – trotz außerordentlich expansiver Geldpolitik mit dem erklärten Ziel, die Kreditversorgung anzukurbeln – stabil bei knapp EUR 4,3 Bill. Im dritten Quartal 2016 wurde das leichte Plus aus dem Vorquartal wieder ausgeglichen und die Kreditvergabe liegt weiterhin auf Vorjahresniveau.

Bei den verschiedenen **Sektoren** in Deutschland ist Q3 traditionell ein schwaches Quartal für das Verarbeitende Gewerbe und auch dieses Mal war das Kreditgeschäft rückläufig (EUR -1,3 Mrd.), wobei der Vorjahresvergleich auf jetzt noch +2,2% zurückging. Anhaltend robust präsentiert sich das Geschäft mit Dienstleistungsunternehmen. Das Plus von EUR 5,5 Mrd. war hier das vierte starke Vierteljahr in Folge und der Sektor kommt gegenüber September 2015 auf einen Zuwachs von satten 3,6% – die größte Zunahme seit geschlagenen 15 Jahren. Bemerkenswerterweise liegt das ausstehende Kreditvolumen heute aber immer noch unter dem damaligen Wert. Die Kreditvergabe an Selbstständige expandiert unverändert mit 1,6% ggü. Vj.

### ... nach Branche

2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich der einzelnen Branchen verzeichneten Maschinenbau/Auto den saisonüblichen leichten Quartalsrückgang (EUR -0,2 Mrd.), aber auch sämtliche anderen Schwergewichte der deutschen Exportkonjunktur mussten einen Dämpfer hinnehmen: Metall (EUR -0,5 Mrd.), Elektrotechnik (EUR -0,4 Mrd.) und die Chemieindustrie (EUR -0,3 Mrd.). Außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes lagen die meisten Branchen dagegen im Plus. Versorger (EUR +1,3 Mrd.), Bau (EUR +0,5 Mrd.) und Handel (EUR +1,6 Mrd.) überzeugten; bei den Krediten an Verkehrsunternehmen hielt der Schrumpfungsprozess allerdings ungebrochen an (EUR -1,6 Mrd., damit mittlerweile wieder auf dem Niveau von 2005).

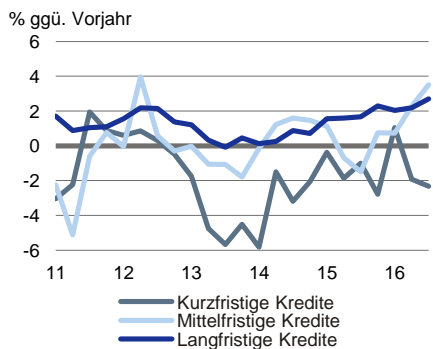
Unter den Dienstleistungsgewerben beschleunigte sich das Wachstum der (vom Umfang her sehr bedeutenden) Immobilienbranchen – Wohnungsunternehmen EUR +3 Mrd., Gewerbeimmobilienfirmen EUR +2,6 Mrd. Bei anderen Kernbranchen wie Gesundheit, Tourismus oder den unternehmensnahen Dienstleistungen gab es hingegen wenig Bewegung. Angesichts weiter positiver Aussichten für den deutschen Immobilienmarkt vor allem in den Großstädten dürfte sich zumindest am Wachstum der immobiliennahen Branchen auf absehbare Zeit wenig ändern.

Hinsichtlich **Fristigkeiten** hält der Aufschwung bei den längeren Laufzeiten unvermindert an. Mit einer Rate von mittlerweile 2,7% hat das Jahreswachstum den höchsten Stand seit 2001 erreicht. Auch die volumenmäßig deutlich kleineren mittelfristigen Kredite entwickelten sich positiv (+3,5% ggü. Vj.). Nur Ausleihungen mit kurzen Laufzeiten blieben mit einem Minus von 2,3% unter Druck. Das überrascht kaum, da die insgesamt außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen vor allem eine längerfristige Verschuldung attraktiv machen.

Das Abschneiden der verschiedenen **Bankengruppen** war im vergangenen Quartal eher unspektakulär, die meisten Trends setzten sich fort. Starkes Wachstum weisen nach wie vor die Genossenschaftsbanken und die Sparkas-

### ... nach Fristigkeit\*

3

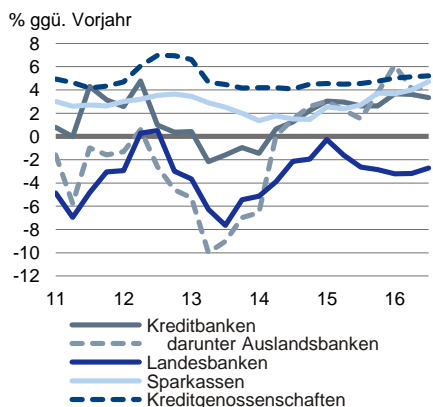


\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### ... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

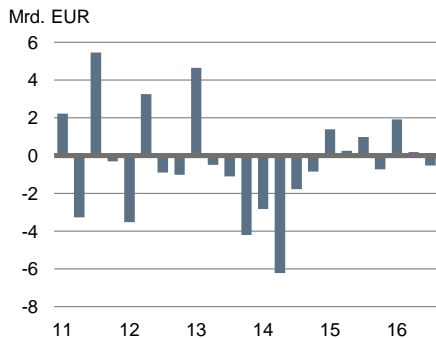
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Robustes Kreditgeschäft, durchwachsene Konjunktur in Deutschland in Q3 2016

### Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

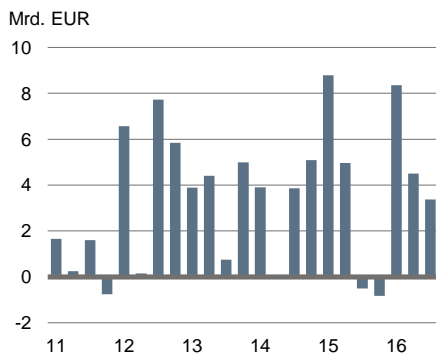
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

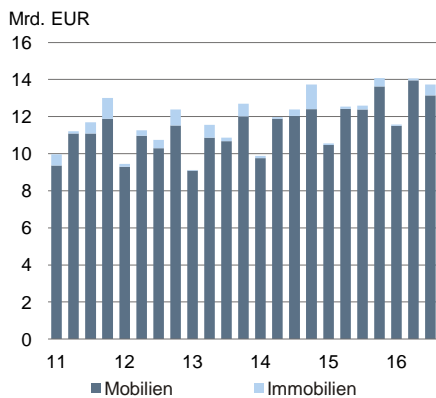
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Leasinggeschäft, Neuvolumen

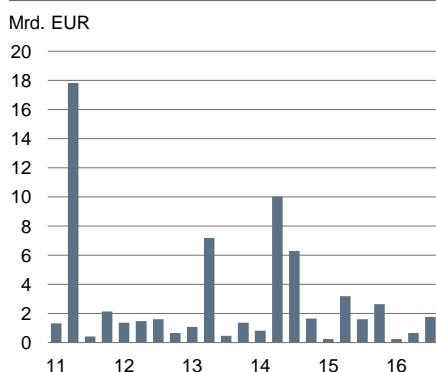
7



Quelle: BDL

### Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

sen auf (+1,2% bzw. +1,4% ggü. Vq.). Erstere umfassen jedoch nicht mehr die Genossenschaftlichen Zentralbanken, da die Bankengruppe mit der Fusion ihrer beiden einzigen Institute aufgelöst und die DZ Bank in der Statistik den staatlichen Förderbanken zugeschlagen wurde. Bei den Sparkassen gewinnt die Expansion an Fahrt, hier war Q3 das stärkste Quartal seit 2008. Beide Verbände legten insbesondere in den Immobilienbranchen zu. Durchwachsen sah es bei den privaten Kreditbanken aus (-0,6%), bei denen das Kreditgeschäft im Sommer traditionell schwächer verläuft. Außerdem hatten sich diese zuletzt besonders gut entwickelt und schrumpften nun vor allem in der Kreditvergabe an Maschinenbau/Auto. Die Förderbanken (ab sofort einschl. DZ) konnten nach fünf rückläufigen Quartalen mal wieder ein kleines Plus verzeichnen (+0,2%), liegen damit aber immer noch 3% unter dem Niveau von Ende September 2015. Das andere Schlusslicht bilden unverändert die Landesbanken, die in Q3 mit -0,3% das sechste Quartalsminus nacheinander einfuhren, u.a. aufgrund eines anhaltenden Rückzugs aus der Verkehrsbranche, eines ihrer früheren Schwerpunkte.

### Andere Finanzierungsquellen

Wie im Kreditgeschäft gab es im letzten Vierteljahr auch bei den alternativen Finanzierungsformen eine Mischung aus Licht und Schatten.

Die Nettoemission von **Commercial Paper** durch Nichtbanken war mit EUR -522 Mio. rückläufig; trotzdem könnte der Markt im Gesamtjahr wachsen.

Solide war das Nettoergebnis von EUR 3,4 Mrd. bei der Emission von **Unternehmensanleihen**, die weiter von den extrem niedrigen Zinsen und dem Kaufprogramm der EZB profitieren. Das ausstehende Volumen hat mittlerweile EUR 147 Mrd. erreicht, den höchsten Stand aller Zeiten und ein Anstieg um satte 11% allein in den letzten 12 Monaten. Im Euroraum als Ganzes hat das Momentum seit Frühjahr zugenommen und auch im dritten Quartal angehalten. Die Emission in Höhe von EUR 22,7 Mrd. lag wieder auf einem sehr guten Niveau, angetrieben insbesondere von einem starken September nach dem Ende der „Sommerpause“. Hier belief sich die Marktgröße schon Ende 2015 auf EUR 1.191 Mrd. – mehr als doppelt so viel wie vor der Finanzkrise, aber immer noch nur gut ein Viertel des Volumens der Bankkredite.

Nach einer langen Rekordjagd legte das deutsche **Leasinggeschäft** in Q3 eine kleine Verschnaufpause ein. Zwar lagen die Neuabschlüsse von insgesamt EUR 13,7 Mrd. immer noch um 9% über dem Vorjahr. Im Mobilienleasing gab es aber einen Rückgang von 6% ggü. Vq. auf EUR 13,1 Mrd. Verglichen mit dem zweiten Quartal verlangsamte sich das Neugeschäft in den meisten Bereichen, vom Leasing von Pkw über Maschinen bis zu sonstigen Ausrüstungen. Für das Immobilienleasing lief es zwischen Juli und September dagegen relativ gut (EUR 590 Mio.).

Bei **Aktienemissionen** ist alles eine Frage der Perspektive. Nach einem katastrophalen H1, dem mit Abstand schlechtesten ersten Halbjahr seit der Deutschen Einheit, fanden im dritten Quartal durchaus ein paar nennenswerte Kapitalerhöhungen statt, im Wesentlichen aus dem Maschinenbau und der Immobilienbranche. Das Gesamtvolumen betrug immerhin EUR 1,8 Mrd., allerdings zeichnet sich für das Gesamtjahr weiterhin ein sehr geringer Wert ab.

### Einlagenvolumen

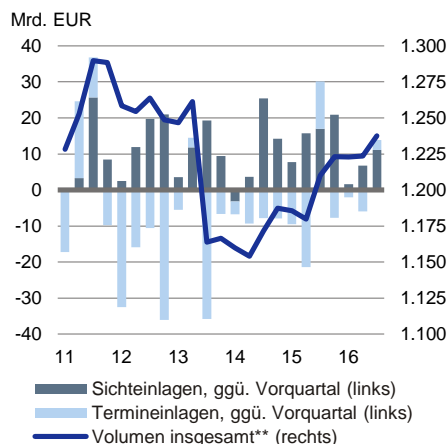
Der Aufschwung bei den Einlagen der Unternehmen und Selbstständigen hielt auch im Sommerquartal an, der Zuwachs von insgesamt EUR 13,9 Mrd. ggü. Vq. fiel nicht aus der Reihe. Auffällig allerdings, dass die Termineinlagen nicht wie sonst in den letzten Jahren üblich schrumpften, sondern leicht zulegten. Das war erst der dritte Anstieg in einem Quartal seit Sommer 2011. Aufgrund des hohen Plus vor einem Jahr reduzierte sich die Wachstumsrate insgesamt zwar etwas auf 2,3% ggü. Vj. Bereinigt um statistische Brüche erreichte das Volumen dennoch ein neues Rekordhoch, die Sparneigung des Unternehmens-



## Robustes Kreditgeschäft, durchwachsene Konjunktur in Deutschland in Q3 2016

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen\*

9



\* einschließlich sonstiger Finanzinstitute  
\*\* Enthält Rückgang um EUR 80,9 Mrd. in Q3 13 und Anstieg um EUR 9,4 Mrd. in Q4 14 aufgrund statistischer Umklassifizierungen.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

sektors bleibt also trotz Null- bzw. sogar Negativzinsen ungebrochen.

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die minimale Lockerung der allgemeinen **Kreditstandards** für Unternehmenskredite in Deutschland setzte sich auch in Q3 fort (berichtet von netto 3% der Banken, ggü. Vq.). Ganz anders sah das bei den konkreten Konditionen aus, wo die Margen für durchschnittliche Kredite einmal mehr deutlich sanken (19%), für riskantere Kredite jedoch konstant blieben. Auch bei den Covenants (9%) sowie den Sicherheitenanforderungen (6%) lockerten die Banken ihre Bedingungen ein wenig. Dabei stehen die Konditionen weiterhin vor allem im Geschäft mit großen Unternehmen unter Druck, während bei KMUs davon kaum etwas zu spüren ist. Als entscheidenden Faktor für die sinkenden Margen nannten die Banken (23%) erneut die Wettbewerbssituation in der Branche.

In Euroland insgesamt blieben die allgemeinen Kreditstandards in Q3 stabil, aber 30% der Banken verzeichneten einen Rückgang der Margen bei durchschnittlichen Krediten. Hier war der Unterschied zwischen kleinen und großen Unternehmen dafür weitaus weniger ausgeprägt.

Der Anstieg der **Kreditnachfrage** in Deutschland hat sich im vergangenen Vierteljahr weiter verlangsamt (gemeldet von 6% der Banken), da die bisherigen Treiber – vor allem das allgemeine Zinsniveau und Umschuldungen – deutlich weniger wichtig wurden (obwohl das Zinsumfeld unverändert außerordentlich günstig blieb). Gleichzeitig spielten die nachfragedämpfenden Effekte – insbesondere die Gewinnthesaurierung (19%) sowie die Emission von Schuldtiteln (12%) – auch in Q3 eine wichtige Rolle. In der EWU insgesamt verspürten immerhin noch netto 11% der Institute eine Nachfragebelebung, was praktisch ausschließlich an den langfristigen Krediten lag.

Für das **laufende Quartal** erwarten die deutschen Banken keine Änderung der Kreditstandards, die Euro-Banken als Ganzes dafür erstmals seit 3,5 Jahren eine minimale Verschärfung (4%). Nachfrageseitig bleiben die Europäer etwas optimistischer als die Deutschen (23% bzw. 13% erwarten einen Anstieg; unter den EWU-Banken doppelt so viele ein Plus bei kleinen Firmen wie bei großen).

### Zinssätze

Historisch war das dritte Quartal in jedem Fall mit Blick auf das Zinsniveau. Im **Kreditbereich** war die Entwicklung noch nicht einmal besonders dramatisch – hier setzte sich der generelle langsame Verfall der Zinssätze fort. Nennenswert war de facto nur das Minus von 7 Bp. bei neuen Kleinkrediten < EUR 1 Mio. und von 14 Bp. bei den Ausleihungen an Selbstständige und Personengesellschaften. Selbstverständlich befindet sich das Zinsniveau insgesamt weiter auf einem Rekordtiefstand, die Zinsen für letzteres Kreditsegment fielen beispielsweise zum ersten Mal in der Geschichte im Durchschnitt auf unter 2%.

Wirklich spektakulär war jedoch in diesem Quartal das Bild auf der **Einlagen-seite**. Es hatte sich schon seit Längerem abgezeichnet und in einzelnen Unterkategorien lagen die Zinsen auch schon seit dem Frühjahr unter Null, nun aber war es soweit: Erstmals überhaupt ist der volumengewichtete durchschnittliche Zins im Neugeschäft für sämtliche Einlagen deutscher Unternehmen, über alle Bankengruppen, Laufzeiten und Einlagentypen hinweg, in negatives Terrain gerutscht, auf -2 Bp.! Dies ergibt sich aus dem Fall der Zinsen auf Termineinlagen um 8 Bp. auf -5 Bp., während der Sichteinlagenzins bei 1 Bp. verharrte. Sollte diese Situation anhalten, müssten die deutschen Unternehmen damit aufs Jahr hochgerechnet insgesamt mehr als EUR 200 Mio. für ihre bei den Banken angelegte Liquidität bezahlen, statt Erträge daraus zu erwirtschaften.

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

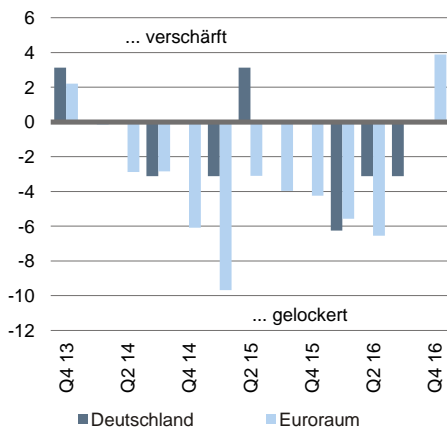
Wenn Sie den Monitor Unternehmensfinanzierung regelmäßig erhalten möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail. Frühere Ausgaben stehen [hier](#).



## Robustes Kreditgeschäft, durchwachsene Konjunktur in Deutschland in Q3 2016

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

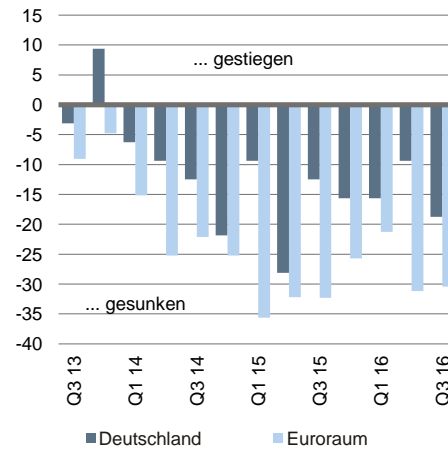


\* Q4 16 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

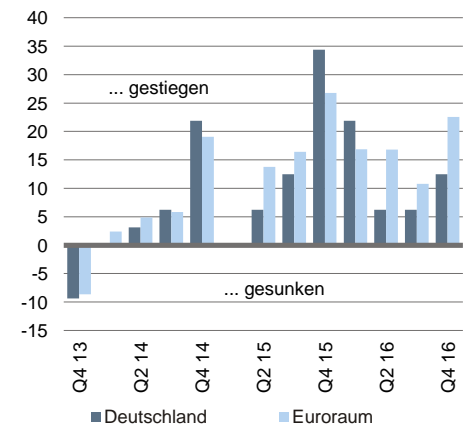
11



Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

12

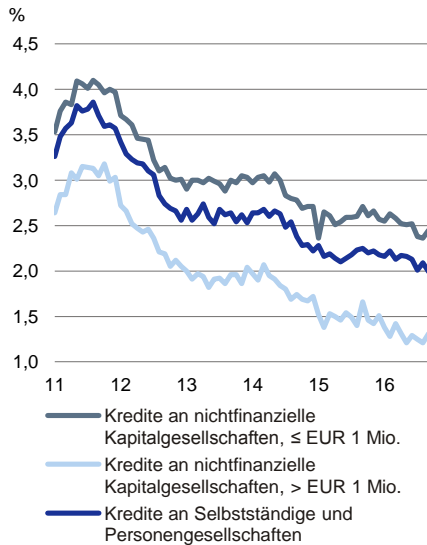


\* Q4 16 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

13



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

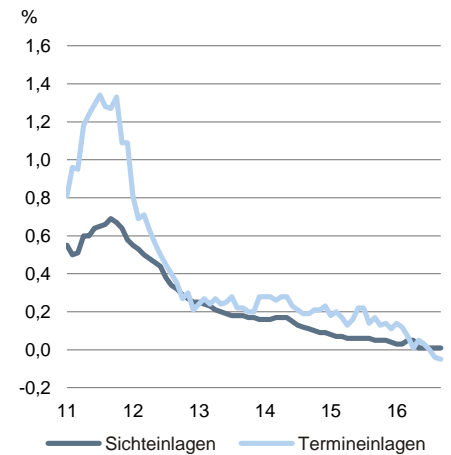
14



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

15



Quelle: EZB

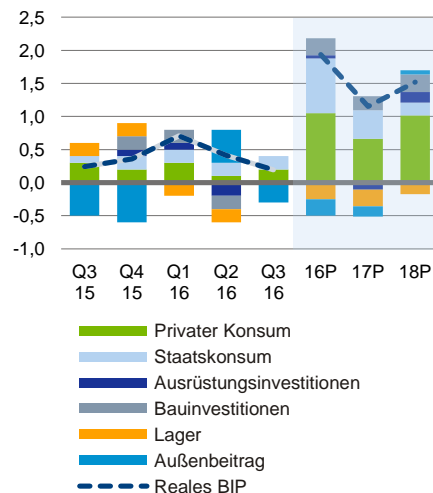


## Konjunktur

### Binnenwirtschaftlich getriebenes Wachstum

16

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



Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

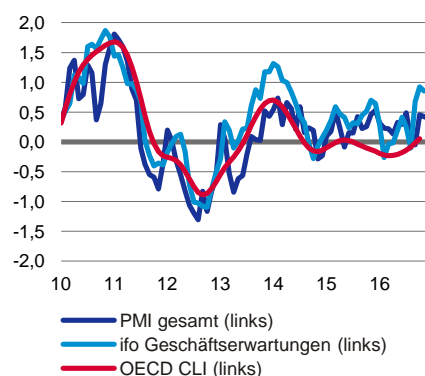
### Temporäre Wachstumsverlangsamung in Q3 2016 – Trotz nachlassendem Rückenwind solider Ausblick für 2017

- Das BIP-Wachstum fiel in Q3 2016 mit +0,2% gg. Vq. wie von uns erwartet aus. Alleiniger Wachstumstreiber war die Binnenwirtschaft – insbesondere der private und staatliche Konsum – und die Nettoexporte kosteten Wachstum. Eine schwache Exportentwicklung und politische Unsicherheiten sorgten für den zweiten aufeinanderfolgenden Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen. Bauinvestitionen expandierten nur leicht.
- Wir rechnen damit, dass die Wachstumsverlangsamung in 2016 hauptsächlich auf die Volatilität der Quartalszahlen zurückzuführen ist und die zugrundeliegende solide Konjunktorentwicklung intakt ist. In Q4 dürfte das BIP-Wachstum mit 0,5% wieder anziehen und die monatlichen Konjunkturindikatoren signalisieren sogar Aufwärtsrisiken. In 2016 dürfte die deutsche Wirtschaft damit um 1,9% wachsen (2015: 1,7%).
- Das BIP-Wachstum dürfte in 2017 mit 1,1% nach der ausgeprägten Dynamik der zwei Vorjahre nachlassen. Etwa zur Hälfte der Wachstumsverlangsamung geht aber auf eine geringere Zahl von Arbeitstagen zurück. Zwar dürften einige Sonderfaktoren, die in 2016 die Inlandnachfrage beschleunigt haben, wegfallen; den robusten binnenwirtschaftlichen Wachstumspfad sehen wir aber dank der guten Arbeitsmarktlage als intakt an. Der schwache Welthandel und die politische Unsicherheit dämpfen Export und Investitionen.

### Frühindikatoren zuletzt deutlich gestiegen

17

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



Quellen: Markit, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt

### Q3 2016: Temporäre Wachstumsverlangsamung

Das Wachstum der deutschen Wirtschaft verlangsamte sich wie von uns erwartet von 0,4% gg. Vq. in Q2 2016 auf 0,2% gg. Vq. in Q3. In Q1 lag das Wachstum noch bei 0,7% gg. Vq. Insbesondere zwei Faktoren dürften zu dieser Wachstumsverlangsamung geführt haben und die zugrundeliegende solide Konjunktorentwicklung weiter intakt sein. Erstens führten günstige Wetterbedingungen in Q1 zu einem Sprung bei den Bauinvestitionen (+ 2,3% gg. Vq.), was dann wie üblich zu einer starken Gegenbewegung in Q2 führte (-1,9%). Zweitens kosteten die Nettoexporte Wachstum in Q3 (-0,3%-Punkte) nachdem sie im Vorquartal einen Sprung machten (+0,5 %-Punkte). Ein Abgleich mit dem Beschäftigungswachstum, das sich in den vergangenen Monaten verlangsamte, und den Stimmungsindikatoren, die sich seit Mitte des Jahres in einer volatilen Bewegung deutlich verbesserten, zeichnet ein gemischtes Bild. Die durchschnittliche Wachstumsrate der ersten drei Quartale liegt aber mit etwas über 0,4% gg. Vq. über dem Durchschnitt von 0,3% in 2015.

### Starker Konsum aber schwächelnde Investitionen

Die Zusammensetzung des allein binnenwirtschaftlich getriebenen BIP-Wachstums deckte sich mit den Erwartungen, die wir in der vorherigen Ausgabe des Monitors Unternehmensfinanzierung Ende August darlegten. Der private Konsum stieg das elfte Quartal in Folge (+0,4% gg. Vq. gg. zuvor 0,2%), was die längste Periode durchgehender Anstiege seit der Wiedervereinigung darstellte. Der private Konsum bleibt damit auf Kurs, ein Wachstum von fast 2% im Jahr 2016 zu erreichen. Während sich das Beschäftigungs- und das Lohnwachstum abschwächten, unterstützte die niedrige Inflation die Realeinkommen und die

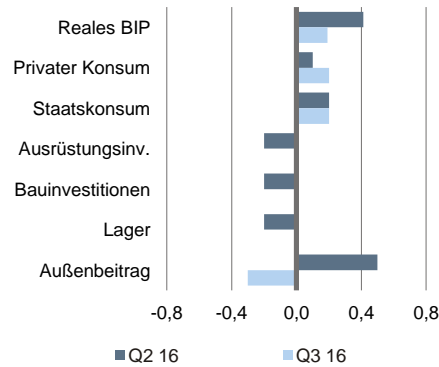


## Robustes Kreditgeschäft, durchwachsene Konjunktur in Deutschland in Q3 2016

### Konsum Hauptwachstumstreiber in Q3 2016

18

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

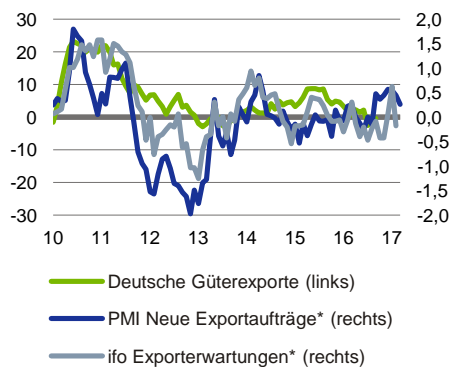


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Exportausblick: ifo signalisiert schwächere Entwicklung als PMI

19

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



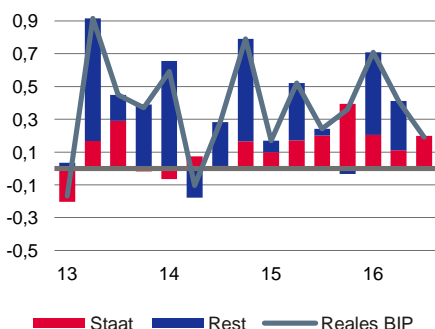
\* Vorlauf von 3 Monaten

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

### Q3 2016: Stagnation ohne Staat

20

Wachstumsbeitrag zum realen BIP, gg. Vq., %-P.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Sparquote blieb in etwa unverändert bei etwas über 9 ½%. Die staatlichen Konsumausgaben stiegen weiter kräftig an (+1,0% gg. zuvor 1,2%) und das jährliche Wachstum könnte sogar bei fast 4 ½% liegen, dem stärksten seit 1992. Ein Haupttreiber für den kräftigen Anstieg des Staatskonsums sind die flüchtlingsbezogenen Ausgaben.

Die Bauinvestitionen stiegen in Q3 nur moderat, nachdem sie durch die wetterbedingte Gegenbewegung in Q2 deutlich fielen (0,3% gg. Vq. gg. zuvor -1,9%). Die staatlichen Bauinvestitionen erhöhten sich wieder. Dies ging auf den Anstieg der Nichtwohnbauten zurück (+3,4% gg. zuvor -5,9%), die mit einem Anteil von 98% die staatlichen Bauinvestitionen dominieren. Die privaten Bauinvestitionen gingen insgesamt leicht zurück (-0,1% gg. zuvor -1,4%), was auf einen erneuten Rückgang der Investitionen in Nichtwohnbauten zurückging (-1,2% gg. zuvor -5,3%). Die privaten Investitionen in Wohnbauten, die einen Anteil von 70% an den gesamten privaten Bauinvestitionen haben – expandierten das neunte Quartal in Folge (+0,4% gg. zuvor +0,5%). Der Wohnungsbau profitiert weiter von den günstigen Fundamentalfaktoren (erhöhte Zuwanderung, robuster Arbeitsmarkt, historisch niedrige Zinsen). Im Gesamtjahr 2016 könnten die Bauinvestitionen um mehr als 2 ½% expandieren, was aber angesichts des massiven Nachfrageüberhangs auf dem Wohnimmobilienmarkt relativ schwach ist. Bestehende Kapazitätsengpässe und dämpfende regulatorische Eingriffe sind der limitierende Faktor.

Das außenwirtschaftliche Umfeld schwächelte. Nach zwei Anstiegen in Folge fielen die Exporte in Q3 (-0,4% gg. zuvor +1,2%). Das reale Exportwachstum dürfte mit etwa 2% in 2016 deutlich schwächer als im Jahr zuvor ausfallen, in dem der schwache Euro und insbesondere eine hohe US-Nachfrage zu einem Anstieg der Exporte um 5% führten. Die anhaltend schwache Entwicklung des Welthandels und die insgesamt widerstandsfähige Entwicklung des Euro dämpfen in diesem Jahr. Die Importe stiegen dank der soliden inländischen Nachfrage in Q3, aber erneut etwas schwächer als noch zum Jahresstart (+0,2 gg. Q2: +0,1%, Q1: +1,5%). Die Importe dürften mit 3% damit in 2016 stärker expandieren als die Exporte, so dass die Nettoexporte Wachstum kosten (-0,2 %-Punkte).

Die schwache Exportentwicklung und erhöhte politische Unsicherheit schlugen sich negativ bei den Ausrüstungsinvestitionen nieder. Sie fielen in Q3 erneut deutlich (-0,6 gg. zuvor -2,3%). Während der private Sektor sie leicht reduzierte (-0,2% vs. zuvor -1,7%), gingen sie für den öffentlichen Sektor das dritte Quartal in Folge signifikant zurück (-7,1% gg. zuvor -9,3%, Q1: -5,8%). Auf die staatlichen Ausrüstungsinvestitionen entfällt ein Anteil von 6% und die Rückgänge folgten auf einen Sprung Ende des letzten Jahres 2015 in Höhe von 22%, wahrscheinlich verursacht durch höhere Ausgaben für militärische Beschaffung. Im Jahresdurchschnitt 2016 dürfte sich das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen auf 0,7% (zuvor: 3,7%) abschwächen.

### Anteil der Staatsausgaben steigt weiter

Der Aufwärtstrend der staatlichen Konsum- und Investitionsausgaben nimmt weiter zu, so dass auf den Staat (in realer Rechnung) ein Anteil von fast 22% des BIP entfällt. Die Bedeutung des Staates erreicht damit eine mit den frühen 1990er Jahren vergleichbares Niveau, als die Regierung die Effekte der Wiedervereinigung schulterte, und war nur kurzzeitig während der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise höher. Höhere Staatsausgaben für Infrastruktur – welche weiter gefasst auch Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie Bildungsausgaben mit einschließen – dürften eine positive Wirkung entfalten, da diese das Wachstumspotential erhöhen. Teilweise kann dies auch die zyklische Schwäche der privaten Investitionen kompensieren. Der deutliche Beitrag des Staates zeigt sich in Q3, da ohne die Staatsausgaben das BIP stagniert wäre.

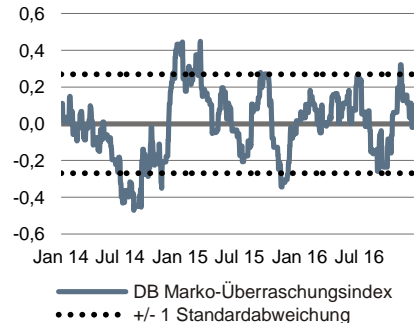


## Robustes Kreditgeschäft, durchwachsene Konjunktur in Deutschland in Q3 2016

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

21

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



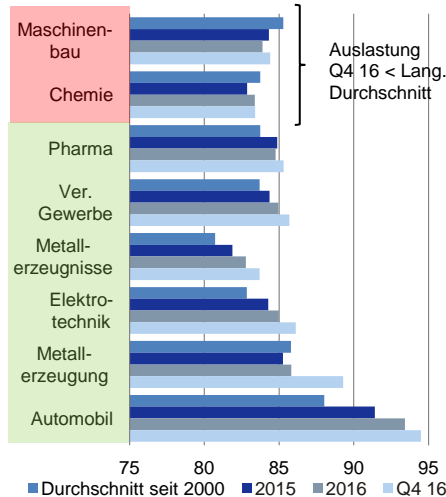
Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

### Auslastung der Industrieunternehmen in der Automobilindustrie am höchsten

22

Kapazitätsauslastung, sb., %

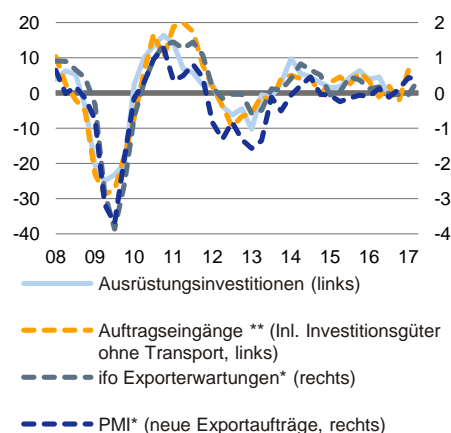


Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

### Keine merkliche Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten

23

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



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

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

Ein Teil der höheren Staatsausgaben dürften aber auf höhere Sozialausgaben einer alternden Gesellschaft zurückgehen, was eine Belastung für die Staatshaushalte darstellt und den Ausgabenspielraum des Staates für produktive Investitionen künftig einschränkt.

### Q4 Prognose von 0,5% gg. Vq.: Leichte Aufwärtsrisiken, aber Unternehmensinvestitionen wohl weiter schwach

Die Binnenwirtschaft dürfte nach unserer Prognose in Q4 weiter der Haupttreiber sein und die Nettoexporte erneut das Wachstum dämpfen. Das Umfeld für Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge bleibt angesichts des verhaltenen Ausblicks für die deutschen Exporte in der kurzen Frist und dem hohen Niveau an (politischer) Unsicherheit sehr verhalten. Die Kapazitätsauslastung des Verarbeitenden Gewerbes stieg nach Angaben der Unternehmen in der ifo-Befragung im vierten Quartal auf 85,7%. Sie liegt damit 2 ½% über dem langfristigen Durchschnitt, was aber angesichts der Risiken nicht für eine deutliche Ausweitung der Erweiterungsinvestitionen ausreichen dürfte. Mehrheitlich werden wahrscheinlich Ersatzinvestitionen getätigt. Die Auftragseingänge für inländische Investitionsgüter signalisieren für Q4 den dritten Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen in Folge. Dies hat zur Folge, dass es für das Jahr 2017 einen deutlichen Unterhang gibt. Hingegen könnten Bauinvestitionen in Q4 nicht nur von den anhaltend günstigen Fundamentalfaktoren, sondern zusätzlich noch von einem Wettereffekt profitieren. Dies deckt sich mit dem Anstieg der ifo Geschäftserwartungen für das Bauhauptgewerbe auf einen Rekordwert.

Das BIP-Wachstum dürfte sich in Q4 auf 0,5% gg. Vq. beschleunigen. Die bisher nur für Oktober veröffentlichten harten Konjunkturindikatoren deuten auf leichte und die Stimmungsindikatoren signalisieren sogar stärkere Aufwärtsrisiken (ifo Geschäftserwartungen 0,8% gg. Vq, PMI gesamt 0,6%). Insgesamt überraschten die letzten Konjunkturindikatoren für Deutschland leicht positiv, was der im knapp positiven Bereich liegende DB Makro-Überraschungsindex verdeutlicht. In 2016 dürfte damit das allein binnenwirtschaftlich getriebene BIP-Wachstum bei 1,9% liegen (2015: 1,7%).

### Ausblick auf 2017: Solide, trotz nachlassendem Rückenwind<sup>1</sup>

Die deutsche Wirtschaft dürfte im Jahr 2017 einen Gang zurückschalten. Wir prognostizieren eine Wachstumsrate von 1,1%. Das ist zwar nahezu eine Halbierung des Wachstums, allerdings geht etwa die Hälfte auf einen Arbeitstageffekt zurück. Rechnet man diesen heraus, verlangsamt sich das Wachstum nur noch von 1,8% auf 1,4%. Damit läge es aber immer noch über der mittelfristigen Potentialrate, die sich angesichts der demografischen Aussichten Deutschlands und der Produktivitätsentwicklung ergibt.

Die Verlangsamung basiert auf unserer Erwartung, dass der kräftige Rückenwind für den privaten und staatlichen Konsum aufgrund anziehender Inflation und der stark eingeschränkten Flüchtlingszuwanderung abflaut. Die Inflation dürfte getrieben vom ölpreisbedingten Anstieg der Energiepreise von 0,5% auf 1,6% zulegen. Zudem unterstellen wir eine anhaltende Flüchtlingszuwanderung in ähnlicher Höhe wie im Herbst 2016 (16.000 pro Monat) also deutlich weniger als noch im Herbst 2015 (180.000 pro Monat). Mit gut einem Prozent Wachstum sollte der private Konsum dank der anhaltend robusten Lage des Arbeitsmarktes kombiniert mit der Anhebung des Mindestlohns aber weiter die wichtigste Konjunkturstütze bleiben. Auch der Staatskonsum und die Bauinvestitionen

<sup>1</sup> Siehe für weitere Details: Ausblick Deutschland – Ausblick 2017: Solide, trotz nachlassendem Rückenwind, Deutsche Bank Research, 16. Dezember 2016.

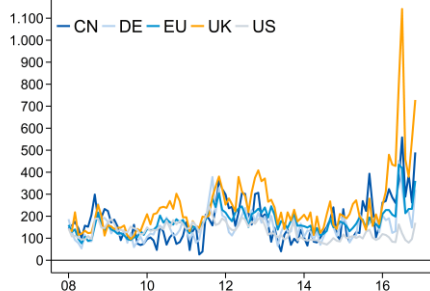




## Robustes Kreditgeschäft, durchwachsene Konjunktur in Deutschland in Q3 2016

### Politische Unsicherheit deutlich gestiegen 24

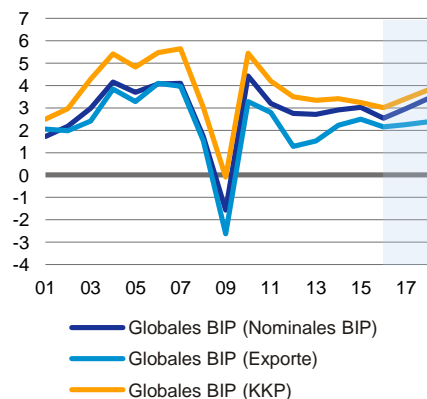
Index



Quelle: Baker, Scott, Bloom and Davis (2012) Measuring Economic Policy Uncertainty, <http://www.policyuncertainty.com>

### Auslandsnachfrage nach deutschen Produkten zieht erst 2018 an 25

% gg. Vj., Gewichtungsfaktoren in Klammern



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

sollten mit gut 2% stärker als im Schnitt der letzten fünf Jahre wachsen und damit die Binnenkonjunktur antreiben. Ein Zuwachs der Bauinvestitionen in der von uns prognostizierten Höhe ist angesichts des erheblichen Nachfrageüberhangs im Wohnungsbau und den Infrastrukturplänen der Regierung aber enttäuschend. Allerdings dürften Kapazitätsengpässe aufgrund des Fachkräftemangels und staatlich/regulatorische Hürden ein stärkeres Ausweiten des Angebots behindern.

Die Aussichten für die deutsche Exportwirtschaft sind insgesamt gemischt. Während die Weltwirtschaft 2017 stärker wachsen sollte, dürfte die Konjunktur in Europa an Tempo verlieren. Angesichts des sehr hohen Anteils dieser Region an den deutschen Exporten bedeutet dies eine nur marginal aufwärtsgerichtete Nachfrageentwicklung. Insgesamt rechnen wir für Deutschland mit einem ähnlich mauen Exportplus wie 2016, was zusammen mit der anhaltenden Unsicherheit ein ungünstiges Investitionsumfeld ergibt. Wir rechnen für 2017 mit rückläufigen Ausrüstungsinvestitionen in Höhe von 1,5% trotz überdurchschnittlicher Kapazitätsauslastung. Ab der zweiten Jahreshälfte könnte aber ein beginnender US-Aufschwung der globalen Konjunktur Schwung verleihen und damit auch die Ausrüstungsinvestitionen nach und nach an Fahrt gewinnen. Die prognostizierte Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2017 ist jedoch nicht so schwach, wie es auf den ersten Blick scheint, da der statistische Unterhang-effekt aus dem Jahr 2016 per se einen Rückgang von 1.6% impliziert. Im Jahresverlauf ergibt sich ein leichter Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen in 2017 (Q4 gg. Q1: 0,7%).

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

### Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten, % gg. Vq., Jahresdaten % gg. Vj. 26

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2016				2017			
						Q1	Q2	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	1.6	1.7	1.9	1.1	1.5	0.7	0.4	0.2	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
Privater Konsum	0.9	2.0	1.9	1.2	1.4	0.6	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3
Staatsausgaben	1.2	2.8	4.4	2.2	1.0	1.1	1.2	1.0	1.1	0.3	0.3	0.3	0.3
Anlageinvestitionen	3.4	1.7	2.2	0.9	2.4	1.6	-1.6	0.0	0.5	0.7	0.4	0.4	0.6
Ausrüstungen	5.5	3.7	0.7	-1.5	2.4	1.1	-2.3	-0.6	-1.0	0.5	0.2	0.3	0.2
Bau	1.9	0.3	2.7	2.2	2.8	2.3	-1.9	0.3	1.8	1.1	0.5	0.5	0.9
Lager, %-Punkte	-0.3	-0.5	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exporte	4.1	5.2	2.2	1.8	3.7	1.4	1.2	-0.4	0.4	0.6	0.8	1.1	1.0
Importe	4.0	5.5	3.0	2.5	4.2	1.5	0.1	0.2	0.6	0.7	0.9	1.3	1.1
Nettoexport, %-Punkte	0.4	0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.6	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Konsumentenpreise*	0.9	0.2	0.5	1.6	1.6	0.3	0.1	0.5	1.1	2.5	1.4	1.3	1.1
Arbeitslosenquote, %	6.7	6.4	6.1	6.2	6.6	6.2	6.1	6.1	6.0	6.1	6.2	6.3	6.4
Industrieproduktion	1.5	0.5	1.3	0.8	1.2								
Budgetsaldo, % BIP	0.3	0.7	0.5	0.5	0.2								
Öff. Schuldenstand, % BIP	74.9	71.2	68.2	65.9	63.5								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7.3	8.5	8.8	8.2	7.8								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	213	256	275	265	259								

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

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



## Robustes Kreditgeschäft, durchwachsene Konjunktur in Deutschland in Q3 2016

---

© Copyright 2016. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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

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