Deutsche Bank
Research

Deutschland-Monitor
Unternehmensfinanzierung

17. Januar 2020

Schwache Konjunktur schlägt in Q3 2019 auf Kreditgeschäft durch

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

Dämpfer bei der Kreditvergabe, vor allem in der Industrie und bei kurzen Laufzeiten. Die Kreditexpansion mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat im dritten Quartal einen Rückschlag erlebt. Das ausstehende Volumen erhöhte sich nur um EUR 7,3 Mrd. und lag damit 4,8% höher als vor einem Jahr – deutlich weniger als zuletzt, aber immer noch ein kräftiges Plus. Im Verarbeitenden Gewerbe und einigen anderen Nicht-Dienstleistungsbranchen gab es sogar einen absoluten Rückgang. Dieser war vor allem auf geringere kurzfristige Kredite zurückzuführen, nachdem diese in den vergangenen Quartalen besonders stark zugelegt hatten. Das Geschäft der Auslandsbanken und Großbanken büßte nach den jüngsten Marktanteilsgewinnen zwischen Juli und September deutlich an Momentum ein.

Höheres Einlagenwachstum, noch niedrigere Zinsen und schwungvolles Anleihegeschäft. Rekordnegativen Zinsen zum Trotz nahm die Dynamik auf der Einlagenseite weiter zu (+2,5% ggü. Vorjahr), wobei Zuflüsse bei Sichteinlagen das Minus bei Termineinlagen mehr als wettmachten. Insgesamt übersteigen Erstere Letztere mittlerweile um mehr als das Doppelte. Die Zinsen für neue Kredite rutschten aufgrund der weiteren geldpolitischen Lockerung der EZB in den meisten Segmenten auf Allzeittiefs. Vom niedrigeren Zinsniveau profitierte auch die Emission von Anleihen, während das Leasing sogar auf ein Rekordergebnis kam. Nur das Aktiengeschäft schwächelte.

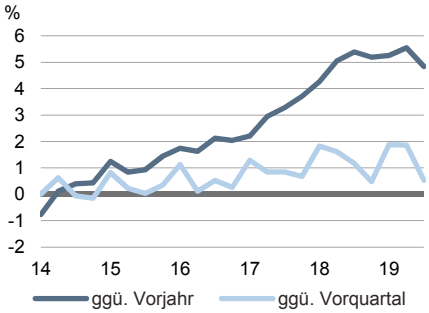
Konjunktur

Schwaches Wachstum der deutschen Volkswirtschaft von 0,1% ggü. Vq. im dritten Quartal. Damit wurde eine technische Rezession um Haaresbreite vermieden, nachdem in Q2 ein Rückgang von 0,2% zu verzeichnen war. Positive Wachstumsimpulse kamen in erster Linie von den privaten und den staatlichen Konsumausgaben sowie vom Außenbeitrag. Bremsend wirkten sich hingegen der kräftige Lagerabbau und die Ausrüstungsinvestitionen aus. Die Industrierezession hielt weiter an, während der binnenwirtschaftlich orientierte Dienstleistungssektor und die boomende Baubranche weiterhin expandierten.

Das deutsche BIP ist im Jahr 2019 um 0,6% gewachsen. Für das Jahr 2020 erwarten wir eine Zunahme um 1%. Dabei sind jedoch 0,4 %-Punkte auf einen positiven Arbeitstageeffekt zurückzuführen. Die Konjunktur bleibt weiterhin anfällig. Insgesamt könnten eine erneute Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China, höhere US-Zölle auf europäische Autoimporte oder Probleme bei der Aushandlung eines Handelsabkommens nach dem Brexit ausreichen, um die deutsche Wirtschaft (doch noch) in eine Rezession zu stürzen.

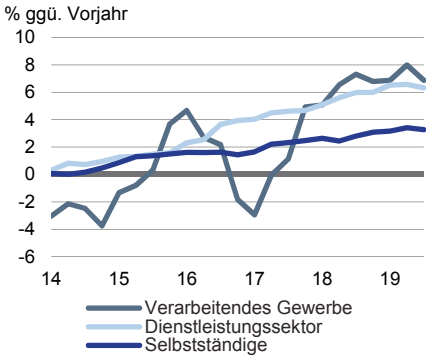
Schwache Konjunktur schlägt in Q3 2019 auf Kreditgeschäft durch

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige* 1



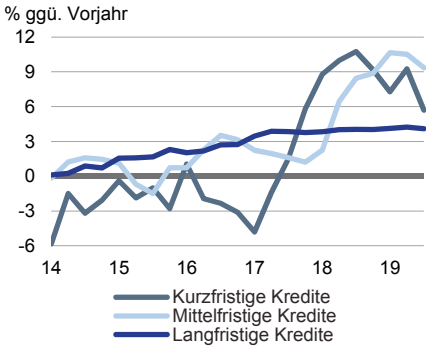
* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Branche 2



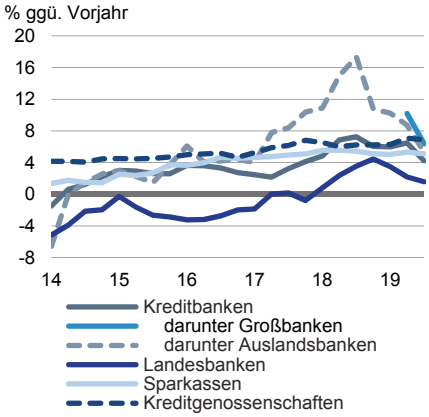
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Fristigkeit* 3



* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Bankengruppe* 4



* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat im dritten Quartal 2019 den ersten größeren Rückschlag seit Längerem erlebt. Dies hatte sich angesichts der schon seit einem Jahr anhaltenden Konjunkturdelle abgezeichnet. Im Quartalsvergleich legte das Kreditvolumen nur noch um EUR 7,3 Mrd. zu (+0,5%). Auf 12-Monats-Sicht ging das Plus auf 4,8% zurück und lag damit erstmals seit anderthalb Jahren wieder unter der 5%-Marke. Auch wenn die deutsche Volkswirtschaft im Sommer eine Rezession knapp vermeiden konnte, scheint sich die geringe Wachstumsdynamik jetzt auch in der Kreditvergabe niederzuschlagen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Auch im Eurogebiet insgesamt verlor die Kreditexpansion – auf niedrigerem Niveau – an Schwung. Hier nahm das an nichtfinanzielle Unternehmen ausgereichte Kreditvolumen in Q3 nur um EUR 8 Mrd. zu (+0,2%) und lag damit 2,2% höher als im Vorjahr, etwas weniger als zuletzt.

Unter den verschiedenen Branchen in Deutschland ist das Verarbeitende Gewerbe tendenziell am konjunktursensibelsten und die Volatilität des Kreditgeschäfts am höchsten. Dementsprechend war hier die Verlangsamung am stärksten ausgeprägt. Das ausstehende Kreditvolumen ging leicht um EUR 0,2 Mrd. zurück, das Wachstumstempo reduzierte sich um über einen %-Punkt auf 6,9% ggü. Vorjahr. Allerdings war es davor auch außergewöhnlich hoch gewesen. Bei den Dienstleistern zeigten sich deutlich weniger Bremsspuren (+6,3% ggü. Vj.), ebenso wie bei den Selbstständigen (+3,3%).

Hinsichtlich der einzelnen Industriebranchen lief es bei Metall (EUR +0,5 Mrd. ggü. Vq.) und der Elektrotechnik (EUR +0,4 Mrd.) noch relativ gut, während es in der Chemie nach kräftigen Anstiegen in den Vorquartalen eine Korrektur gab (EUR -1,2 Mrd.). Kredite an Maschinenbau/Auto stagnierten weitgehend.

Im Dienstleistungssektor legten manche Branchen nach zuletzt hohen Kreditzuwächsen in Q3 eine Verschnaufpause ein. Eine nochmalige Steigerung gegenüber dem außerordentlich starken Vorquartal gelang einzig und allein den Wohnungsunternehmen (EUR +4,5 Mrd.). Gewerbeimmobilienfirmen verbuchten das geringste Plus seit Herbst 2017 (nur EUR +1,2 Mrd.), die Beteiligungsgesellschaften sogar einen Rückgang (EUR -0,7 Mrd.). Während die Kredite an Tourismus/Gastronomie stagnierten, nahmen sie bei den unternehmensnahen Dienstleistern (EUR +1,8 Mrd.) und der Gesundheit (EUR +0,4 Mrd.) immerhin noch spürbar zu.

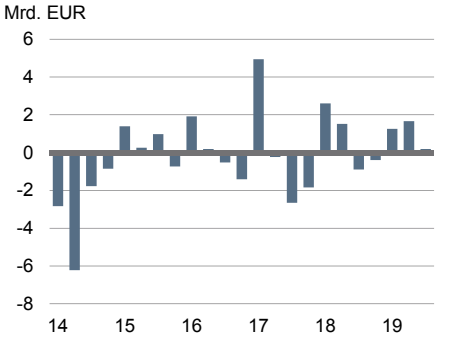
Unter den sonstigen Branchen konnten nur der Bau (EUR +1,2 Mrd.) und die Landwirtschaft (EUR +0,3 Mrd.) leicht zulegen, wohingegen es im Verkehr weiter abwärts ging (EUR -0,4 Mrd.), im Handel das üblicherweise starke dritte Vierteljahr ins Wasser fiel (EUR -0,6 Mrd., das höchste Q3-Minus seit der Finanzkrise) und Versorger/Bergbau sogar den größten Quartalsrückgang seit der Wiedervereinigung erlitten (EUR -2,2 Mrd.).

Mit Blick auf die verschiedenen Fristigkeiten kam die scharfe Kontraktion der kurzfristigen Ausleihungen mit einer Laufzeit von weniger als 12 Monaten im gegenwärtigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld und nach dem heftigen Anstieg zuvor nicht unerwartet. Hier fiel die Zuwachsrate auf nur noch 5,7% ggü. Vj. Auch bei den mittelfristigen Krediten sank sie auf 9,4%. Auf der anderen Seite blieb die Vergabe von Krediten mit einer Laufzeit von über fünf Jahren praktisch unverändert schwungvoll (+4,1%).

Die Kreditdynamik hat sich im dritten Quartal bei sämtlichen großen Bankengruppen abgeschwächt. Gleichzeitig hielt die jüngst zu beobachtende moderate Konvergenz an. Vor allem bei den Auslandsbanken und den Großbanken, die

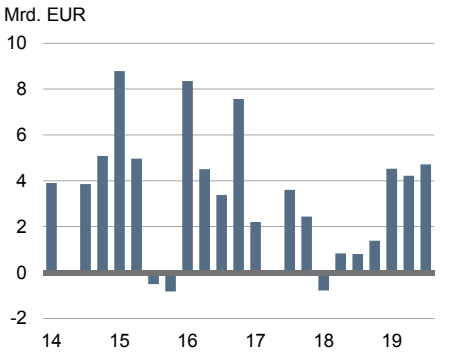
Schwache Konjunktur schlägt in Q3 2019 auf Kreditgeschäft durch

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission 5



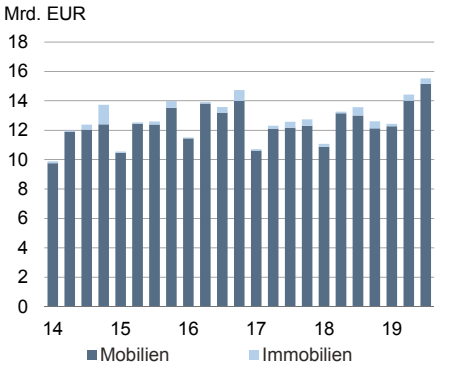
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission 6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

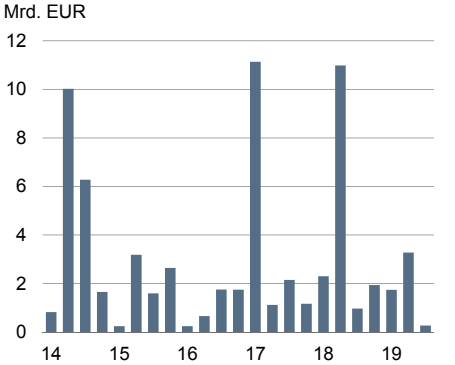
Leasinggeschäft, Neuvolumen* 7



* statistischer Bruch in Q1 2017

Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute) 8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

zuletzt sehr stark expandiert hatten, lief das Geschäft gedämpft, es schrumpfte sogar. Die Jahreswachstumsrate ging deutlich auf 5,3% bzw. 6,4% zurück. Dagegen behielten die Genossenschaftsbanken und die Sparkassen (+6,9% bzw. +5,1%) ebenso wie die Förderbanken (einschließlich DZ Bank) (+4,9%) das bisherige Tempo der Kreditvergabe fast bei. Das Schlusslicht, die Landesbanken, konnte auch weiterhin keinen Anschluss an den Rest des Marktes finden (+1,6%).

Der Einbruch bei den (kurzfristigen) Krediten an die Chemie, die zuletzt ebenso stark gestiegen waren, konzentrierte sich fast ausschließlich auf die Großbanken und trug bei diesen wesentlich zum insgesamt rückläufigen Kreditvolumen bei, neben einem kräftigen Minus in den Bereichen Maschinenbau/Auto und Versorger/Bergbau. Letztere und der Handel waren auch die beiden Branchen, die zum schrumpfenden Kreditbuch der Auslandsbanken führten. Das Wachstum bei den Kreditgenossenschaften lag zum Großteil am Plus bei Wohnungsunternehmen, neben einem positiven Abschneiden bei den sonstigen Dienstleistungen und am Bau, das teilweise von einem Rückgang bei Gewerbeimmobilienfirmen kompensiert wurde. Die Sparkassen waren dagegen in sämtlichen immobiliennahen Branchen erfolgreich, und zudem bei den unternehmensnahen Dienstleistungen (Telekom/Beratung/Werbung). Dort verzeichneten auch die Landesbanken den höchsten Zuwachs.

Andere Finanzierungsquellen

Der Dämpfer in der Kreditvergabe zwischen Juli und September hatte keine sichtbaren Auswirkungen auf die externen Finanzierungsalternativen der Unternehmen.

Nach einem soliden ersten Halbjahr war die Nettoemission von Commercial Paper durch Nichtbanken im üblicherweise schwachen Q3 immerhin nicht rückläufig, sondern konnte ein leichtes Plus von EUR 188 Mio. verbuchen.

Bei der Begebung von Unternehmensanleihen hielt die Dynamik aus H1 im dritten Vierteljahr unvermindert an. Mit netto EUR 4,7 Mrd. wurde dank des nochmals niedrigeren Zinsniveaus erneut ein sehr gutes Ergebnis erzielt, sogar das beste in einem dritten Quartal seit 2012. Damit sieht es so aus, als bliebe das sehr dürftige Vorjahresresultat ein einmaliger Ausreißer. Im Euroraum als Ganzes behielt das Anleihegeschäft ebenfalls seinen Schwung bei. Der Netto-Emissionswert von EUR 21,9 Mrd. war der höchste in einem Q3 seit 2013.

Ein außerordentlich starkes Quartal verzeichnete der deutsche Leasing-Markt. Mit neu abgeschlossenen Verträgen in Höhe von EUR 15,5 Mrd. wurde erstmals seit 2007 die Marke von EUR 15 Mrd. übertroffen. Für das dominierende Mobilien-Leasing war es mit EUR 15,2 Mrd. (+17% ggü. Vj.) sogar das beste Vierteljahr aller Zeiten. Pkw, Büroelektronik und Luft- & Schienenfahrzeuge erzielten zwei- bzw. dreistellige Zuwachsraten. Möglicherweise tragen dazu immer noch Nachholeffekte bei, nach der vorübergehenden Absatzschwäche der Autobauer im Vergleichszeitraum. Das Neuvolumen im kleinen und volatilen Immobiliensegment lag hingegen im Durchschnitt der letzten Jahre (EUR 373 Mio., -34%).

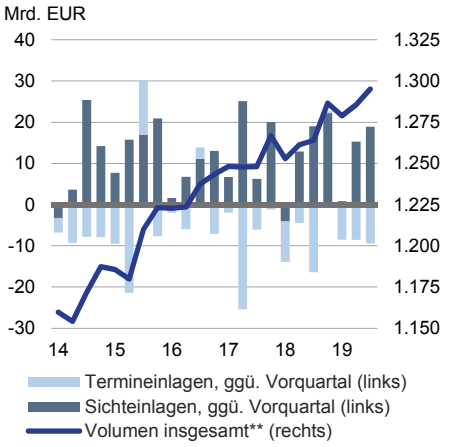
Nach einem ordentlichen ersten Halbjahr kam die Ausgabe neuer Aktien durch inländische Unternehmen in Q3 nur auf ein dürres Ergebnis von gerade einmal EUR 267 Mio. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass in den vergangenen Monaten durchaus größere Eigenkapital-Transaktionen am deutschen Kapitalmarkt stattgefunden haben, jedoch von im Ausland ansässigen Unternehmen, die deswegen in der Statistik nicht berücksichtigt wurden.

Einlagenvolumen

Die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen entwickelten sich zwischen Juli und September grundsätzlich ähnlich zu den Vorquartalen: Die Substitution von Termineinlagen (EUR -9,4 Mrd. ggü. Vq.) durch Sichteinlagen (EUR +18,9

Schwache Konjunktur schlägt in Q3 2019 auf Kreditgeschäft durch

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen* 9



* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
** Enthält Anstieg um EUR 9,4 Mrd. in Q4 14 aufgrund statistischer Umklassifizierungen.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Mrd.) setzte sich fort. In Summe ergab sich ein recht deutliches Plus, welches einem Anstieg um 2,5% im 12-Monats-Vergleich entspricht. Die Wachstumsrate hat seit dem Frühjahr 2018 von damals lediglich 0,4% graduell zugenommen. Und das trotz der mittlerweile noch negativeren Zinsen, die Unternehmen für ihre Einlagen an die Banken bezahlen müssen (s. unten). Gleichzeitig ist das Volumen der Sichteinlagen mit EUR 867 Mrd. erstmals auf über das Doppelte der Termingelder geklettert (EUR 428 Mrd.), nachdem Letztere noch 2013 den größeren Block gebildet hatten.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Erneut verschärften netto 3% der Banken in Q3 die allgemeinen Kreditstandards für Unternehmen. Dabei unterschied sich das Bild kaum zwischen den verschiedenen Kreditgrößen und -laufzeiten. Bemerkenswert gegenläufig war die Entwicklung bei den konkreten Kreditkonditionen. Während diese im Aggregat stabil blieben, wurden einerseits die Anforderungen mit Blick auf Covenants, Sicherheiten oder die Kredithöhe leicht gelockert. Andererseits wurden die Margen ausgeweitet, für durchschnittliche Kredite von 6% der Banken, für riskantere Kredite sogar von 16% der Institute. Beides waren die höchsten Werte seit 2013. Wichtigster Grund für eine Verschärfung der Konditionen waren gestiegene Refinanzierungskosten und Bilanzrestriktionen der Banken, teilweise aber auch die Einschätzung des Kreditrisikos. Gleichzeitig wirkte der noch intensivere Wettbewerb unter den Banken in Richtung lockererer Kreditkonditionen. Unter dem Strich meldeten 13% der Institute einen gestiegenen Anteil abgelehnter Kreditanträge.

Im Euroraum insgesamt änderten sich die Kreditstandards praktisch nicht. 3% der Banken berichteten über verschärfte Kreditkonditionen, was im Wesentlichen auf eine etwas höhere Marge bei riskanteren Krediten zurückzuführen war (vermeldet von 8% der Banken).

Die Kreditnachfrage der deutschen Unternehmen erhöhte sich in Q3 moderat (9%). Im Einklang mit der tatsächlichen Volumenentwicklung ging es zwar mit der Nachfrage in der kurzen Frist abwärts (9%), in der langen Frist dagegen weiterhin aufwärts (16%). Positiv auf die Nachfrage wirkten sich das extrem niedrige Zinsniveau sowie der Investitionsbedarf aus, leicht negativ hingegen die Verfügbarkeit von alternativen Finanzierungsquellen. In Euroland als Ganzes stagnierte die Nachfrage im Quartalsvergleich, wobei einem leichten Wachstum bei langfristigen Krediten und solchen an KMU ein kleines Minus bei kurzfristigen Krediten und solchen an große Firmen gegenüberstand.

Für das vierte Quartal gehen die deutschen Banken von einer minimalen Verschärfung (3%) der Kreditstandards aus, wovon insbesondere KMU und langfristige Ausleihungen betroffen sein dürften. Zugleich ist der Ausblick auf die Nachfragesituation so pessimistisch wie seit 2014 nicht mehr: 6% der Banken erwarten einen Rückgang, vor allem bei kurzfristigen Krediten und solchen an große Unternehmen. Im Euroraum insgesamt rechnen die Banken mit einer Nachfrage-Stagnation, was zuletzt 2013 der Fall war.

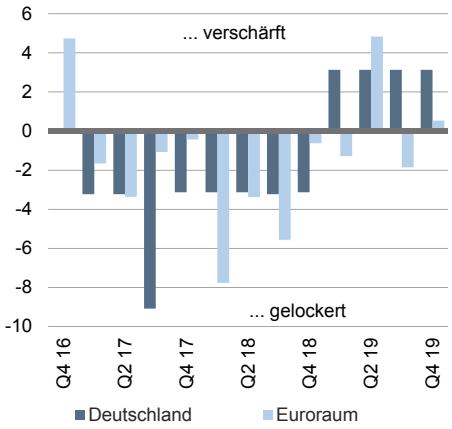
Zinssätze

Wie schon im Vorquartal war das Zinsniveau auch in Q3 rückläufig. Kleine Kredite an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.), Kredite mit einer Zinsbindung > 5 Jahre und solche an Selbstständige und Personengesellschaften waren allesamt so günstig wie noch nie. Die Zinsen fielen auf 1,98% (erstmals unter die 2%-Marke), 1,07% bzw. 1,79%. Auch der Zins für neue Großkredite (> EUR 1 Mio.) erreichte während des Quartals ein neues Allzeittief von 0,96%. Nur mittlere Zinsbindungsfristen (1-5 Jahre) verzeichneten nach einem Einbruch in Q2 einen Wiederanstieg auf den Durchschnitt der letzten Monate (1,82%). Die Sicht- und Termineinlagenzinsen rutschten auf Rekordtiefs von -4 bzw. -13 Bp.

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

Schwache Konjunktur schlägt in Q3 2019 auf Kreditgeschäft durch

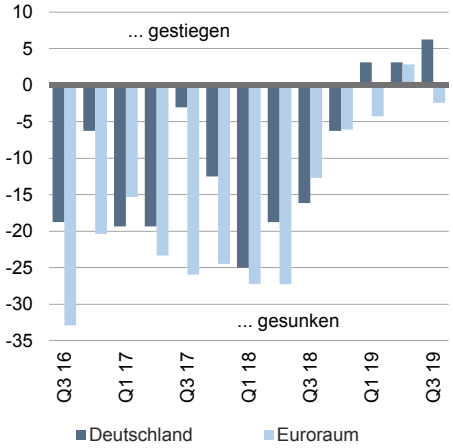
Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen* 10



* Q4 19 erwarteter Wert

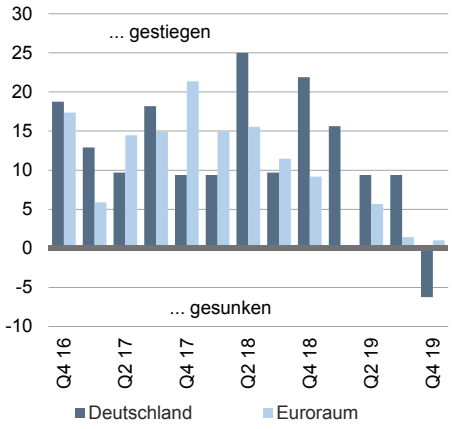
Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite 11



Quellen: Bundesbank, EZB

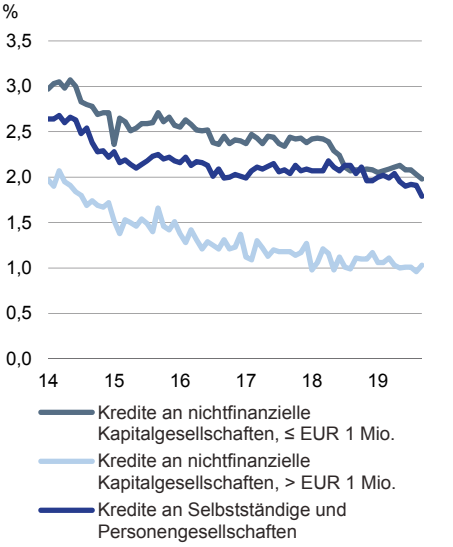
Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten* 12



* Q4 19 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe 13



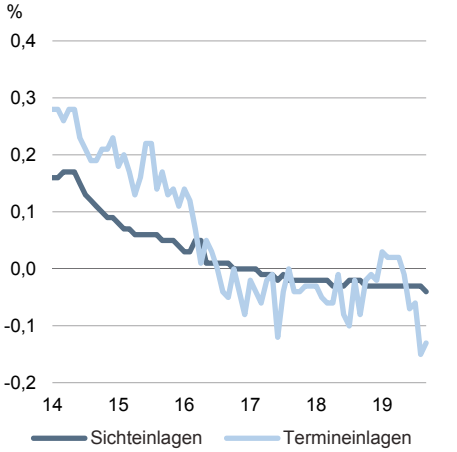
Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist 14

%, Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft) 15



Quelle: EZB

Schwache Konjunktur schlägt in Q3 2019 auf Kreditgeschäft durch

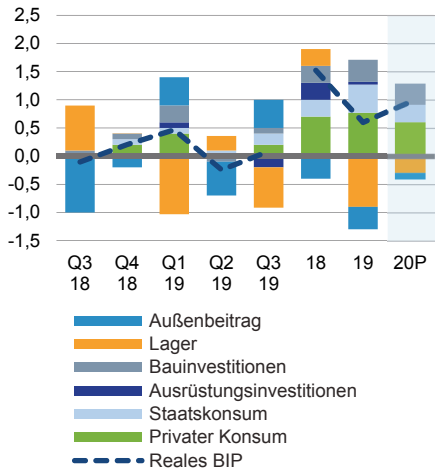
Deutschland: Konjunkturprognose 16

% gg. Vj.	2019	2020P	2021P
Reales BIP	0,6	1,0	1,1
Privater Konsum	1,6	1,2	1,0
Staatsausgaben	2,5	1,5	1,3
Anlageinvestitionen	2,5	1,9	2,1
Ausrüstungen	0,4	-0,5	1,8
Bau	3,8	3,7	2,7
Lager, %-Punkte	-0,9	-0,3	-0,1
Exporte	0,9	2,3	2,1
Importe	1,9	2,9	2,6
Nettoexport, %-Punkte	-0,4	-0,1	-0,1
HVPI	1,9	1,2	1,3
Staatsverschuldung, % BIP	59,1	56,9	55,3
Arbeitslosenquote, %	5,0	5,1	5,2
Budgetsaldo, % BIP	1,5	0,5	0,0
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,2	6,7	6,1

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Konsumausgaben und Außenhandel Hauptwachstumstreiber in Q3 17

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Schwaches BIP-Wachstum in Q3, Zweiteilung der deutschen Konjunktur hält an

— Die deutsche Wirtschaft ist in Q3 2019 leicht um 0,1% ggü. Vq. gewachsen und entging damit um Haaresbreite einer technischen Rezession. Positive Wachstumsimpulse kamen in erster Linie von den privaten und den staatlichen Konsumausgaben sowie vom Außenbeitrag. Bremsend wirkten hingegen der kräftige Lagerabbau und die Ausrüstungsinvestitionen.

— Die Zweiteilung der deutschen Konjunktur hielt auch in H2 2019 an. So dürfte die Industrieproduktion im Schlussquartal des vergangenen Jahres weiter gesunken sein. Vorlaufende Indikatoren deuten darauf hin, dass die Talsohle zu Jahresbeginn 2020 erreicht sein könnte. Für konjunkturellen Auftrieb sorgten hingegen der binnenwirtschaftlich orientierte Dienstleistungssektor und das Baugewerbe.

— Im Gesamtjahr 2019 ist das deutsche BIP um 0,6% gewachsen. Nach vorläufigen Aussagen des Statistischen Bundesamtes kann für Q4 2019 im Quartalsvergleich somit auch ein leicht positives Wachstum erwartet werden. Für das Jahr 2020 erwarten wir eine Zunahme des deutschen BIP um 1%. Dabei sind jedoch 0,4 %-Punkte auf einen positiven Arbeitstageeffekt zurückzuführen.

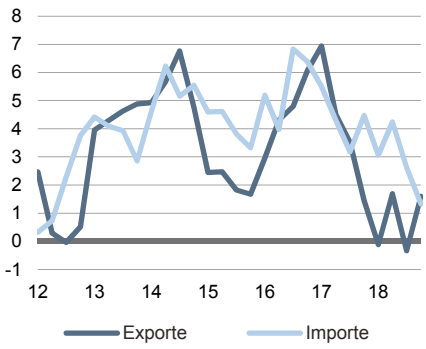
Deutsches BIP wächst in Q3 2019 wieder leicht (+0,1% ggü. Vq.)

Mit einem Wachstum von 0,1% ggü. Vq. konnte die deutsche Volkswirtschaft in Q3 einer technischen Rezession um Haaresbreite entgehen, nachdem sie zuvor in Q2 um 0,2% ggü. Vq. geschrumpft war. Im Zusammenhang mit der Bekanntgabe der Wachstumsrate für das Gesamtjahr 2019 (0,6% nach 1,5% in 2018) lassen die vorläufigen Aussagen des Statistischen Bundesamtes ein ebenfalls leicht positives Wachstum in Q4 erwarten. Im Vorjahr erwiesen sich diese frühen verbalen Einschätzungen allerdings als zu optimistisch. Die ersten belastbaren Ergebnisse für das BIP-Wachstum im Schlussquartal 2019 werden am 14. Februar und detailliertere Informationen am 25. Februar 2020 veröffentlicht. Entstehungsseitig ist die insgesamt blutleere konjunkturelle Entwicklung der zurückliegenden Quartale auf die Schwäche der Produktion im exportlastigen Verarbeitenden Gewerbe (DBe Q4: -1,5% ggü. Vq., Q3: -1,1%, Q2: -1,8%) zurückzuführen. Hier hält die Rezession nun bereits seit sechs Quartalen an. Damit einher geht eine bemerkenswerte Zweiteilung der deutschen Konjunktur, denn der binnenwirtschaftlich orientierte Dienstleistungssektor und die boomende Baubranche konnten bisher weiterhin expandieren. Diese Entwicklung spiegelt sich auch auf der Verwendungsseite der deutschen Volkswirtschaft wider. Im Vorquartalsvergleich glichen sich die Wachstumsbeiträge von inländischer Verwendung und Außenbeitrag in Q3 nahezu aus. Nach einem schwachen Vorquartal expandierte der private Verbrauch wieder um 0,4% ggü. Vq (Q2: 0,1%). Der staatliche Konsum konnte mit 0,8 % ggü. Vq. (Q2: 0,6%) in Q3 sogar nochmals an Dynamik zulegen. Beide Komponenten leisteten einen Wachstumsbeitrag von 0,2 %-Punkten. Bei den Investitionen stützte der Bau das Quartalswachstum mit 0,1 %-Punkten, während die Ausrüstungsinvestitionen mit -0,2 %-Punkten dämpften. Diese negative Wachstumswirkung ist auf einen Sondereffekt der staatlichen Ausrüstungsinvestitionen zurückzuführen. Mit -0,7 %-Punkten reduzierte der kräftige Lagerabbau das Quartalswachstum in Q3 spürbar. Hier dürfte sich nicht zuletzt die Verschiebung des Brexit-Termins ausgewirkt haben. Demgegenüber stützten die Nettoexporte mit 0,5 %-Punkten. Auch hier dürfte der zeitliche Verlauf des Brexit eine nicht unwesentliche Rolle für die Gegenbewegung zu Q2 (-0,6 %-Punkte) gespielt haben. Nachdem vor dem ursprünglichen Austrittstermin im März Vorräte aufgebaut wurden, fielen die Exporte in das Vereinigte Königreich in Q2 entsprechend schwach aus und

Schwache Konjunktur schlägt in Q3 2019 auf Kreditgeschäft durch

Exporte expandierten in Q3 wieder spürbar 18

Real, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

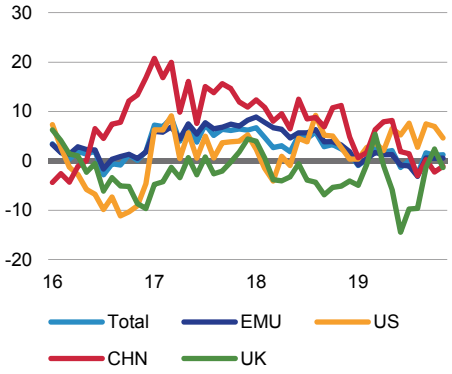
Investitionen in Q3 schwach – Bau aufwärtsgerichtet, Ausrüstungen bremsen 19

% ggü. Vq., sb.

Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Ausfuhren nach Regionen 20

% gg. Vj., gleitender 3-M Durchschnitt



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

normalisierten sich dann in Q3 wieder. Daneben belebten sich auch die deutschen Exporte in die USA, wenngleich die Ausfuhren nach China und in andere asiatische Industriestaaten schrumpften. Mit Blick auf das Gesamtjahr 2019 dämpfte der Außenbeitrag das BIP-Wachstum um 0,4 %-Punkte. Die Schwäche der globalen Nachfrage – insbesondere auch nach Kraftfahrzeugen – hinterließ ihre Spuren. Für 2020 erwarten wir weiteren außenwirtschaftlichen Gegenwind, sodass die Nettoexporte mit -0,1 %-Punkten wieder leicht negativ ausfallen dürften.

Ausrüstungsinvestitionen in Q3 schwach, Bauinvestitionen solide

Die Bruttoanlageinvestitionen gingen in Q3 mit -0,1% ggü. Vq. leicht zurück. Ausschlaggebend war dabei der Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen um 2,6% ggü. Vq., der von einem Sondereffekt bei den staatlichen Investitionen in militärische Ausrüstung getrieben wurde. Im Vorquartalsvergleich kam es hier zu einem Rückgang von 33,1%, nachdem in Q2 insbesondere die Indienststellung eines Schiffes der Deutschen Marine zu einer Zunahme von 48,1% geführt hatte. Die Ausrüstungsinvestitionen der nichtstaatlichen Sektoren expandierten hingegen verhalten mit 0,7% ggü. Vq (Q2: -3,1%). Bei anhaltender Schwäche des Welthandels und dem Rückgang der Kapazitätsauslastung (Q4: 82,6 % ggü. Q3: 83,9%) im Verarbeitenden Gewerbe waren die Unternehmen mit Investitionen zurückhaltend. Das spiegelt sich auch in den weiterhin rückläufigen Investitionsgüterumsätzen (Q3: -1,2% ggü. Vq., Q2: -1,9%) wider. Im Gesamtjahr 2019 sind die Ausrüstungsinvestitionen in einem von handels- und geopolitischen Unsicherheiten geprägten Umfeld nur um magere 0,4% gewachsen. Eine stärkere Belebung der Investitionstätigkeit würde voraussetzen, dass die gegenwärtigen Risiken (wie z.B. Folgeverhandlungen nach dem Brexit, potenzielle Strafzölle auf Kraftfahrzeugausfuhren in die USA, unsichere politische Verhältnisse in Italien/Spanien/Deutschland) beseitigt werden. Im laufenden Jahr dürften die Ausrüstungsinvestitionen im Jahresdurchschnitt sogar um 0,5% sinken, ehe sie 2021 mit ca. 2% wieder leicht ansteigen.

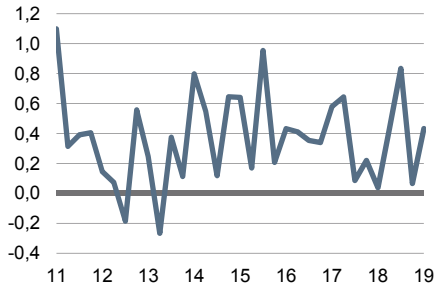
Die Bauinvestitionen expandierten in Q3 um 1,2% ggü. Vq. und konnten so die Schwäche des Vorquartals (Q2: -1,1% ggü. Vq.) erwartungsgemäß hinter sich lassen. Sowohl die Bauinvestitionen des Staates (2% ggü. Vq.) als auch die der nichtstaatlichen Sektoren (1,1% ggü. Vq.) konnten zulegen. Das Baugewerbe profitiert weiterhin von günstigen Fundamentalfaktoren (Niedrigzinsumfeld, Nachfrageüberhang, vor allem in den Ballungszentren, steigende staatliche Infrastrukturinvestitionen). So waren auch die Auftragsbücher mit einem durchschnittlichen Bestand von 4,1 Monaten in H2 2019 weiterhin gut gefüllt. Im Zusammenhang mit der hohen Kapazitätsauslastung führt der Mangel an Arbeitskräften nach wie vor zu Beeinträchtigungen der Bautätigkeit. Stimmungsindikatoren lassen erkennen, dass auf einem gleichwohl hohen Niveau nun gewissermaßen Realismus eingekehrt ist. So lag der ifo Geschäftsklimaindex für das Bauhauptgewerbe in Q3 (112,8) nahe bei und in Q4 (111,5) unter dem Jahresmittel von 112,3 Punkten in 2019. Darin spiegeln sich sowohl zurückhaltendere Lagebeurteilungen als auch Erwartungen wider. In diesem Umfeld expandierten die Bauinvestitionen im Gesamtjahr 2019 dennoch kräftig um 3,8%. Für das laufende Jahr erwarten wir eine ähnlich dynamische Entwicklung (3,7%), die sich erst in 2021 auf 2,7% etwas abschwächen dürfte.

Private Konsumausgaben mit Belebung in Q3

Nach einem schwachen Vorquartal (Q2: 0,1% ggü. Vq.) belebten sich die privaten Konsumausgaben in Q3 (0,4% ggü. Vq.) erwartungsgemäß, wie es bereits durch die Einzelhandelsumsätze (Q2: 0,3 ggü. Vq., Q3: 0,7) signalisiert wurde. Ausschlaggebend für die günstige Entwicklung war nicht zuletzt die sehr gute

Private Konsumausgaben in Q3 mit solidem Wachstum nach schwachem Q2 **21**

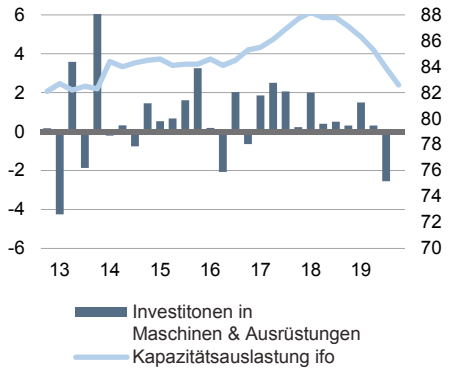
%, ggü. Vq., sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Kapazitätsauslastung weiter rückläufig **22**

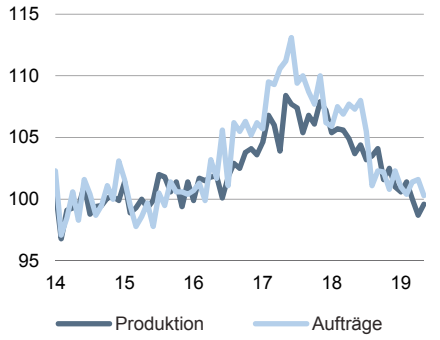
%, ggü. Vq. %, sb.



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Industrieproduktion in Q3: Noch kein Ende der Schwäche **23**

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Arbeitsmarktlage, insbesondere mit den immer neuen Rekordwerten bei den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten sowie der niedrigen Arbeitslosenquote von 5%. Auch die Gesamtzahl der Erwerbstätigen erreichte in Q3 einen neuen Höchststand von 45,4 Mio. und lag damit um 0,8% oder 356.000 Personen höher als ein Jahr zuvor. Die allgemein hohen Lohnzuwächse (Q3: 4,3% einschl. aller Nebenvereinbarungen), wie auch die Sonderzahlungen in den Sommermonaten, stützten den privaten Konsum. Zudem traten im Juli kräftige Rentenerhöhungen (Ost: 3,91%, West: 3,18%) in Kraft. Auch die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen bilden ein stützendes Umfeld für den privaten Verbrauch. Die im Jahresdurchschnitt 2019 auf 1,4% (1,7%) gesunkene Inflationsrate stärkt die reale Kaufkraft. Im Gesamtjahr 2019 expandierte der private Verbrauch um 1,6% (2018: 1,3%) und war damit der stärkste Wachstumstreiber. Das Wachstum der privaten Konsumausgaben dürfte sich im Jahr 2020 leicht auf 1,2% und in 2021 auf 1% abschwächen. Die abgeschwächte konjunkturelle Entwicklung dürfte zu nicht mehr ganz so starken Lohnzuwächsen führen und das Konsumwachstum begrenzen.

Angesichts der Wiederaufnahme des Anleihekaufprogramms der EZB und der Diskussionen um eine Weitergabe von Negativzinsen an Endkunden sank die Sparneigung gemäß der GfK-Umfrage zum Jahresende 2019 spürbar. In diesem Umfeld dürfte die Sparquote 2020 noch leicht unter das Niveau von 10,8% sinken.

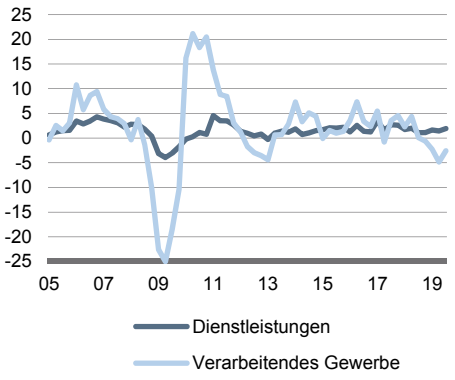
Anhaltende Industrierezession, Dienstleistungsbranche solide

Da die Rezession der Produktion im Verarbeitenden Gewerbes auch im Schlussquartal 2019 anhielt (DBe Q4: -1,5%), dürfte die Industrieproduktion im Gesamtjahr um etwa 4% gesunken sein. Auf Jahressicht war dies der erste Fertigungsrückgang seit 2013 und der kräftigste seit 2009, als die deutsche Industrieproduktion im Zuge der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise um mehr als 17% einbrach. Die Rezession im Verarbeitenden Gewerbe setzte bereits im 3. Quartal 2018 ein und hält bis zum Jahresende 2019 an. Selbst 2008/09 sank die deutsche Industrieproduktion nur vier Quartale in Folge (plus ein Quartal Stagnation). Für diese Entwicklung sind mehrere Faktoren maßgeblich, von denen einige auch 2020 noch nicht vollständig ausgeräumt sein werden. Zu nennen ist der schwache globale Güterhandel, der im Durchschnitt von 2019 sogar leicht rückläufig war und auch im kommenden Jahr mit 2,5% nur moderat wachsen dürfte. Die anhaltenden Handelskonflikte, vor allem zwischen den USA und China, hinterlassen schon seit längerer Zeit ihre Bremsspuren. Der Anstieg der Unsicherheit wirkt sich dämpfend auf die globale Investitionsneigung aus. Neben den Handelsauseinandersetzungen zwischen den USA und China sind die seit Monaten angedrohten US-Zölle auf Automobilimporte aus der EU ebenfalls noch nicht vom Tisch. Zwar verstrich hier Mitte November 2019 eine Frist, ohne dass die US-Regierung Stellung bezogen hat. Das bedeutet aber nicht das endgültige Aus. Die schwache Automobilkonjunktur war ein weiterer Belastungsfaktor für die deutsche Industrieproduktion. Die Automobilindustrie ist gemessen an Umsatz und Bruttowertschöpfung die größte deutsche Industriebranche (Wertschöpfungsanteil am gesamten Verarbeitenden Gewerbe 2017: knapp 21%). Sie sah und sieht sich mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert, die die inländische Produktionstätigkeit 2019 beeinflusst haben und die zum Teil auch 2020 zu spüren sein werden. Am aktuellen Rand deuten verschiedene (vorlaufende) Indikatoren darauf hin, dass die konjunkturelle Talsohle in der deutschen Industrie in Sicht ist und in H1 2020 erreicht sein könnte. Dies gilt unter der Prämisse, dass es zu einer dauerhaften Deeskalation in den verschiedenen Handelskonflikten kommt. Wegen eines kräftigen statistischen Unterhangs zum Jahreswechsel 2019/20, dürfte die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland 2020 trotz Erholung um 1,5% schrumpfen.

Schwache Konjunktur schlägt in Q3 2019 auf Kreditgeschäft durch

Industrierezession zeigt sich in der rückläufigen Bruttowertschöpfung 24

% gg. Vj.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Leichte Anzeichen einer Erholung in der Autoindustrie 25

Erwartungen in der dt. Automobilindustrie..., Saldo aus pos. u. neg. Firmenmeldungen

Quelle: ifo Institut

2020 BIP-Wachstum von 1% erwartet, Arbeitstageeffekt stützend

Angesichts der strukturellen Engpässe am Arbeitsmarkt sollte das Einkommenswachstum auch 2020 solide bleiben und auch von der Fiskalpolitik unterstützt werden. Der anhaltend expansive Kurs der Fiskalpolitik sollte zudem den staatlichen Konsum und die staatlichen Investitionen fördern. Der Immobilienmarkt profitiert zwar von einem zweistelligen Wachstum der Immobilienkredite; die Bauinvestitionen werden jedoch nach wie vor durch diverse Engpässe gedämpft. Die anhaltende Zweiteilung der deutschen Konjunktur schlägt sich in der unterschiedlichen Entwicklung der ifo Indizes für das Verarbeitende Gewerbe und für den Dienstleistungssektor nieder; nach wie vor ist die Differenz zwischen den beiden Indizes beträchtlich und war nur in der Krise im Jahr 2009 größer. Angesichts der bestenfalls moderaten Belebung der Exportnachfrage dürften die Unternehmensinvestitionen auch 2020 weiter schrumpfen. Selbst wenn die handelspolitischen Unsicherheiten weiter abklingen, dürfte die Investitionsbereitschaft der Unternehmen (in Deutschland) dadurch gedämpft werden, dass keine Klarheit über die Ausprägung und die Auswirkungen der deutschen und europäischen Umweltpolitik besteht.

Insgesamt dürfte sich das deutsche BIP-Wachstum 2020 auf 1% beschleunigen – maßgeblich gestützt von einem positiven Arbeitstageeffekt von 0,4 %-Punkten. Die Konjunktur bleibt weiterhin anfällig. Insbesondere im Autosektor bzw. bei Autozulieferern bestehen strukturelle Herausforderungen, und die immer stärker aufklaffende Lücke zwischen klimapolitischen Forderungen bzw. Versprechungen der Politik und den bisher überschaubaren Maßnahmen mit begrenzter Wirkung sorgt für Unsicherheit und lässt die Befürchtung aufkommen, dass die Wirtschaft künftig durch striktere Maßnahmen stärker belastet wird. Insgesamt könnten eine erneute Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China, höhere US-Zölle auf europäische Autoimporte oder Probleme bei der Aushandlung eines Handelsabkommens nach dem Brexit ausreichen, um die deutsche Wirtschaft (doch noch) in eine Rezession zu stürzen. Detailliertere Erläuterungen zu diesen Perspektiven finden sich in unserem Ausblick 2020: Vorsicht, zerbrechlich!

EZB – Stabübergabe an der Spitze, Kontinuität im Fokus

In seiner letzten Pressekonferenz setzte Draghi unterschwellig – aber nachdrücklich – auf Kontinuität. Die Wahrung der Preisstabilität bleibt das oberste Ziel der EZB, unabhängig davon, wer an ihrer Spitze steht. Hinsichtlich einer Neuausrichtung der Geldpolitik scheint seine Nachfolgerin Christine Lagarde vorerst nicht unter Zugzwang zu stehen, da sich die Abwärtsrisiken für die Eurozone zuletzt reduzierten, wenngleich das Wachstum schwach ist. Wir gehen davon aus, dass der geldpolitische Kurs der EZB für 2020 unverändert bleibt. Dennoch besteht die Möglichkeit einer weiteren monetären Lockerung, sollte dies erforderlich sein. Die auch bereits von der EZB adressierten Nebenwirkungen der bisherigen geldpolitischen Maßnahmen könnten ihre Optionen allerdings einschränken und sie zu Innovationen zwingen. Wir gehen davon aus, dass sich eine strategische Überprüfung am Ende auf drei Themen konzentrieren wird. Erstens die Anhebung des Inflationszielwertes von unter-aber-nahezu-2% auf ein symmetrisches Ziel von 2%. Zweitens die Überwindung der Kontroversen im EZB-Rat. Offenkundige Differenzen erodieren die Glaubwürdigkeit der Politik. Lagarde hat versprochen, „auf alle Stimmen zu hören“. Dies deutet auf einen Kompromiss und auf eine Entwicklung, statt auf eine Revolution der geldpolitischen Strategie hin. Drittens sind die Nebenwirkungen der Geldpolitik zu berücksichtigen. Die Bereitschaft, die Nebenwirkungen und Kosten einer unkonventionellen Geldpolitik zu berücksichtigen, könnte die Glaubwürdigkeit der Politik erhöhen.

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

© Copyright 2020. 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 Meinungsaussagen 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.