



# Kreditvergabe und Konjunktur in Zeiten des Krieges

28. März 2022

## 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](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

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

DB Research Management  
Stefan Schneider

## Unternehmensfinanzierung

Unternehmen dürften kurzfristige Liquidität erhöhen, Industrie mehr betroffen als Dienstleister. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine ist, gerade einmal zwei Jahre nach Beginn der Corona-Pandemie, der nächste große ökonomische Schock. Angesichts enormer Unsicherheit, schwächerer Wachstumsperspektiven und stark gestiegener Energiepreise dürften die Unternehmen noch mehr kurzfristige Kredite aufnehmen. Bereits in Q4 waren diese wegen der Energiepreise und der Kosten des Wiederauffüllens geschrumpfter Lagerbestände kräftig gestiegen. Insgesamt verzeichneten die Kredite an den Dienstleistungssektor 2021 ein hohes Plus (+6,7%), während das Geschäft mit der Industrie stagnierte (-0,4%). Aufgrund des Krieges dürften nun jedoch die Kredite an das Verarbeitende Gewerbe am stärksten zulegen. Das Einlagenwachstum hatte sich zuletzt verlangsamt, könnte jetzt aber ebenfalls wieder zunehmen. Unter den Bankengruppen schnitten Genossenschaftsbanken und Großbanken 2021 am besten ab, dagegen verloren Auslandsbanken und Förderbanken Marktanteile. Die Kreditzinsen dürften mittlerweile ihren Tiefpunkt durchschritten haben und sich in diesem Jahr dank der geldpolitischen Wende der EZB moderat erhöhen.

**Andere Finanzierungsquellen: außerordentlich starkes Aktiengeschäft, Normalisierung bei Anleiheemissionen.** Aktienemissionen überboten mit EUR 40 Mrd. ihren bisherigen Rekordwert von 1999. Anleiheemissionen fielen 2021 zwar um fast die Hälfte gegenüber dem Ausnahme-Vorjahr, blieben aber auf einem langfristig guten Niveau. Das Leasing erholte sich nur zum Teil vom Rückschlag 2020, für Commercial Paper war es ein unspektakulärer Jahrgang.

## Konjunktur

Die deutsche Konjunktur wurde im Winterhalbjahr von verschiedenen Faktoren ausgebremst. Die Corona-Infektionswellen führten zu Verhaltensanpassungen und zogen erneute Einschränkungen nach sich. Lieferengpässe und hohe Energiepreise dämpften die Wirtschaftsaktivität zusätzlich. In Q4 schrumpfte das BIP um -0,3 % ggü. Vq. und dürfte auch in Q1 leicht zurückgehen.

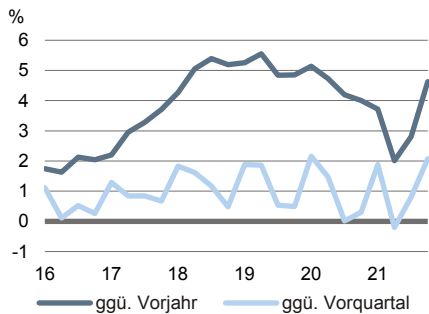
Die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine belasten den wirtschaftlichen Ausblick. Die Auftriebskräfte der in H1 erwarteten Verbesserung der Pandemielage werden vorerst in den Hintergrund gedrängt. Im laufenden Jahr erwarten wir ein BIP-Wachstum von 2,7%. In einem pessimistischen Szenario mit anhaltender Krise, verschärften Sanktionen und noch höheren Energiepreisen dürfte das BIP im Jahr 2022 lediglich 1 bis 1 ½% zulegen.



## Kreditvergabe und Konjunktur in Zeiten des Krieges

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute  
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

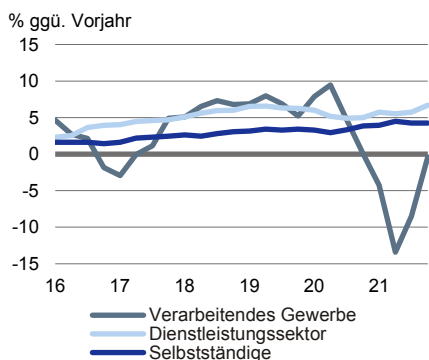
### Kreditvolumen

Der Krieg in der Ukraine überschattet im Moment alles. Die Konsequenzen für das Kreditgeschäft sind kaum absehbar, weder in der kurzen noch der längeren Frist. Auch für die deutschen Unternehmen ist es ein trauriges Déjà-vu, denn vor genau zwei Jahren standen sie mit dem Ausbruch der Corona-Krise zwar vor einem völlig anderen Schock, aber jetzt wie damals ist die Unsicherheit enorm.

Allerdings könnten die geopolitische Eskalation die Binnenwirtschaft weniger stark beeinträchtigen als die Pandemie und damit die Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung zwar groß, aber beherrschbar bleiben. Insofern ist der Blick in den Rückspiegel, auf die Entwicklung im vierten Quartal, aufschlussreich, da er die Ausgangsbasis der Unternehmen vor Beginn dieser Krise zeigt.

... nach Branche

2



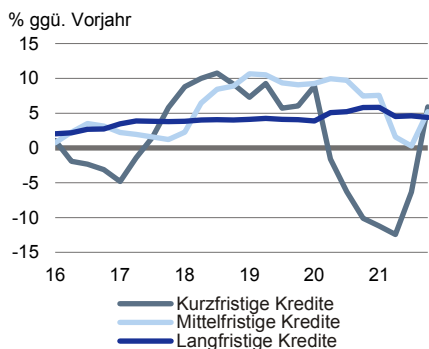
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bereits in Q4 2021 hatte der stark gestiegene Bedarf an kurzfristigen Mitteln zur Finanzierung des laufenden Betriebs („Working Capital“) zu einem massiven Kreditplus mit Unternehmen und Selbstständigen von EUR 30,8 Mrd. bzw. 2,1% ggü. Vorquartal (+4,6% ggü. Vorjahr) geführt. Die immer höheren Energiepreise sowie die kräftig steigenden Kosten für die Wiederauffüllung der zuvor wegen Lieferschwierigkeiten geleerten Lager hatten die Liquiditätsnachfrage überraschend kräftig angeschoben. Außerdem trug möglicherweise die Erwartung bald steigender Zinsen dazu bei, dass manche Unternehmen ihre Finanzierungspläne vorzogen, um sich noch die günstigeren Konditionen zu sichern.

Im **Euroraum** insgesamt sah es nicht viel anders aus: Auch hier legte das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen zwischen September und Dezember aus ähnlichen Gründen sprunghaft zu, um 2% bzw. EUR 94 Mrd., und erhöhte sich damit im 12-Monats-Vergleich um ordentliche 3,4%.

... nach Fristigkeit\*

3

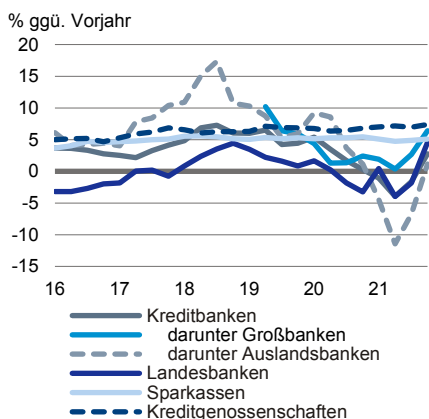


\* ohne sonstige Finanzinstitute  
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Was dürften nun die Folgen des Krieges in der Ukraine sein? Die beiden wichtigsten Faktoren werden vermutlich die massive Unsicherheit und die weiter enorm gestiegenen Energie- und Rohstoffpreise sein, die beide den Liquiditätsbedarf erhöhen. Daher ist in Deutschland zumindest für Q1 von einer Fortsetzung der Trends der letzten Monate auszugehen, also einer weiteren Zunahme des Kreditwachstums, die sich vor allem im kurzfristigen Bereich niederschlagen dürfte. Aus **Branchensicht** werden davon das Verarbeitende Gewerbe – mit seiner Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus, von Exporten und Energie – und die Versorger voraussichtlich deutlich mehr betroffen sein als der Dienstleistungssektor (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute  
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Zum Jahresabschluss 2021 hatte sich die Industrie überraschend gut geschlagen – üblicherweise schrumpft ihr Kreditvolumen in diesem Zeitraum, jetzt aber legte es erstmals seit der Finanzkrise zu, sodass sich im Vorjahresvergleich praktisch eine Stagnation ergab (-0,4%). In anderen Branchen hatte es in Q4 enorme Umklassifizierungen gegeben, sodass die konkreten Wachstumsangaben mit etwas Vorsicht zu betrachten sind. Nichtsdestoweniger stand im Dienstleistungssektor nach einem starken Schlussquartal für 2021 insgesamt ein Plus von 6,7% zu Buche, einer der besten Werte seit Langem. Das Kreditwachstum mit Selbstständigen verharrte mehr oder weniger auf einem Plateau (+4,3%).

Innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes zeigte sich eine erhebliche Spreizung: Während manche zyklischen Kernbranchen wie Chemie und Maschinenbau/ Auto immer noch tief in der Kreditkontraktion feststecken (jeweils -8% ggü. Vj.), kommen andere wie die Elektrotechnik auf ein sattes Plus von 13%, gefolgt von der Ernährung mit 8%. Metall liegt praktisch auf Vorjahresniveau.

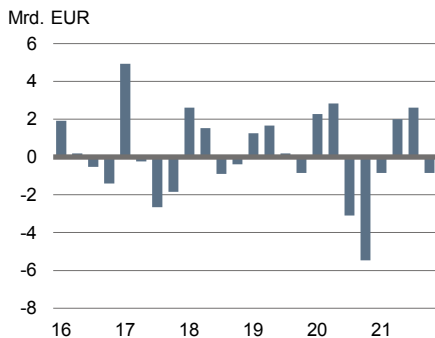
Bei den Dienstleistungsbranchen hielt die starke Dynamik unvermindert an, wozu auch das baldige Auslaufen staatlicher Subventionen für energieeffiziente



## Kreditvergabe und Konjunktur in Zeiten des Krieges

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

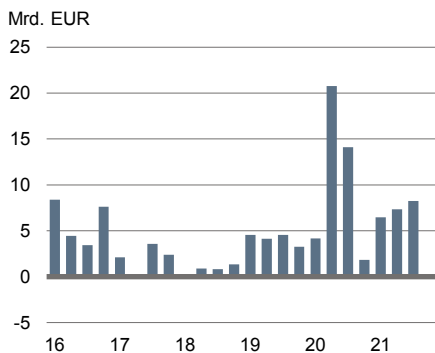
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

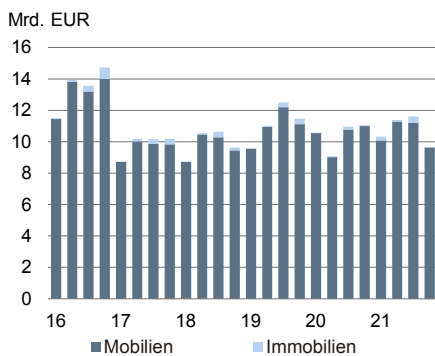
6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuvolumen\*

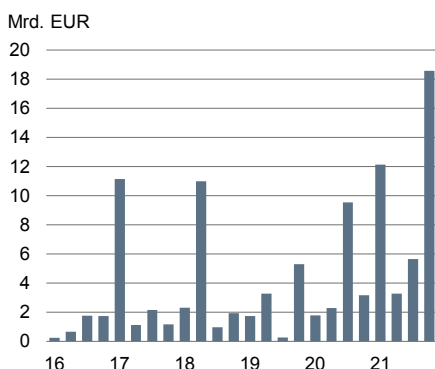
7



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

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Neubauten beitrug, was das Kreditgeschäft mit Wohnungsunternehmen anschob (+8%). An der Spitze lagen jedoch die Beteiligungsgesellschaften (+15%) und auch bei Telekom/Beratung/Werbung, den unternehmensnahen Dienstleistungen, lief es mit +8% sehr gut. Unterdurchschnittlich entwickelten sich Gewerbeimmobilienfirmen (+4%) sowie vermutlich pandemiebedingt die Gesundheit (+3%) und der Tourismus/Gastronomie (+2%). Nach umfassenden Datenbereinigungen auch unter den sonstigen Branchen verzeichnet der Bau mit +8% den kräftigsten Anstieg auf 12-Monats-Sicht, während Versorger/Bergbau auf 4% und der Handel auf 3% kommen. Einzig der Verkehr – im Jahr davor noch mit schwungvoller Kreditexpansion – musste einen Rückgang hinnehmen (-7%).

Entsprechend des zunehmenden Bedarfs an Working Capital gab es hinsichtlich der verschiedenen **Fristigkeiten** die größte Bewegung bei den kurzfristigen Ausleihungen, die nach oben schossen und das Jahr 5,9% höher beendeten als zu Beginn. In geringerem Maße traf das auch auf die mittelfristigen Kredite mit einer Laufzeit von 1-5 Jahren zu (+5,2%), wohingegen sich bei den längerfristigen Krediten kein nennenswerter Effekt zeigte (+4,4%).

Bei den einzelnen **Bankengruppen** konvergierte das Kreditwachstum zum Jahresende hin spürbar. Vor allem die zuvor sehr schwachen Auslandsbanken und Landesbanken sowie die Großbanken verbesserten sich deutlich, wobei der Anstieg für ein Schlussquartal ungewöhnlich kräftig ausfiel. Aber auch bei allen anderen Bankengruppen kletterte das Kreditvolumen merklich. Dank des Schlussspurts kamen sämtliche Bankengruppen im Vorjahresvergleich auf ein positives Ergebnis. Angeführt wurde das Feld von den Kreditgenossenschaften (+7,4% ggü. Vj.), gefolgt von den Großbanken (6,4%), Sparkassen (5,1%) und Landesbanken (4,6%). Marktanteile verloren dagegen die Förderbanken (einschließlich DZ Bank) (2,1%, nach einem sehr erfolgreichen Vorjahr) und die ausländischen Banken (1,1%). Dass Letztere wie in der Finanzkrise mit einer prozyklischen Kreditvergabe auffallen, mag zum Teil am spezifischen Branchenmix liegen: Die Auslandsbanken sind besonders gut im Verarbeitenden Gewerbe positioniert, welches unter der schwachen Konjunktur leidet. Andererseits machen sie relativ wenig Geschäft mit Wohnungsunternehmen und dem Bau, wo es zurzeit besonders gut läuft. Aber die ausländischen Banken haben auch Stärken in Wirtschaftszweigen, die schwungvoll expandieren, wie den Beteiligungsgesellschaften. Noch wichtiger: Insgesamt ähnelt ihr Portfolio dem der Großbanken, die jedoch in der Kreditvergabe aktuell wesentlich besser abschneiden. Folglich ist das zuletzt unterdurchschnittliche Kreditwachstum der Auslandsbanken nicht nur ein Resultat mangelnder Nachfrage, sondern wenigstens teilweise auch auf ein begrenztes Kreditangebot zurückzuführen.

### Anderer Finanzierungsquellen

Für **Commercial Paper** von Nichtbanken war 2021 nach vielen Schwankungen und dem Rückschlag im Vorjahr ein relativ unspektakulärer Jahrgang – dieses Mal lag die Nettoemission bei soliden EUR 2,9 Mrd.

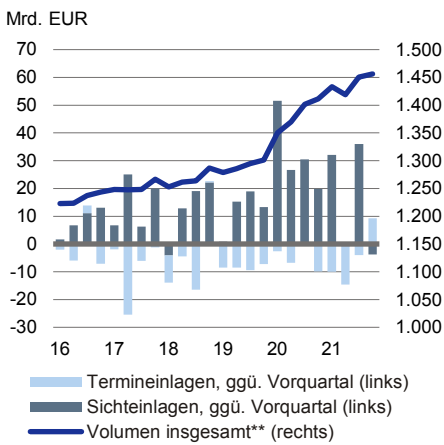
Das Geschäft mit **Unternehmensanleihen** normalisierte sich 2021. Einerseits brach die Nettoemission um fast die Hälfte ein, auf EUR 22 Mrd. Gleichzeitig war das nach dem Ausnahmejahr zuvor immer noch ein sehr ordentlicher Wert und auf Augenhöhe mit früheren „guten Jahrgängen“. In Q4 gab es allerdings das erste (kleine) Quartalsminus seit 2017. Im Euroraum als Ganzes sah es unter dem Strich kaum anders aus. Ein Neuvolumen von EUR 83 Mrd. bedeutete einen Rückgang um rund die Hälfte gegenüber Vorjahr, wobei es in Q4 deutlich besser lief als in Deutschland. Spannend wird sein, wie sich die Emissionsaktivität in den nächsten Monaten entwickelt, da die EZB voraussichtlich als dominanter Käufer am Markt wegfallen wird (das allgemeine Wertpapierkaufprogramm APP dürfte in Q3 zu Ende gehen). Dabei war die EZB rechnerisch der Hauptabnehmer der neu bei Investoren platzierten Anleihen. Ihr 2021er Kaufvolumen von EUR 61 Mrd. entsprach einem Anteil von nicht weniger als 73%.



## Kreditvergabe und Konjunktur in Zeiten des Krieges

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

Wegen eines eher durchwachsenen Schlussquartals hat die **Leasingbranche** 2021 den Corona-Einbruch nur zum Teil aufholen können. Die Neuabschlüsse legten bei Mobilien um 2% ggü. Vj. zu, auf 42,2 Mrd. (entspricht allerdings nicht dem Gesamtmarkt), bei Immobilien konnten sie sich mehr als verdoppeln auf EUR 809 Mio. Das Schwergewicht Pkw sowie Lkw & Busse und die sonstigen Ausrüstungsgüter liegen bereits wieder über dem Niveau vor der Pandemie; Maschinen und Büroelektronik sind davon noch ein ganzes Stück entfernt.

**Aktienemissionen** brachen 2021 spektakulär die bisherigen Rekorde von 1999, sowohl in einem Quartal als auch im Gesamtjahr (EUR 39,6 Mrd.). Q4 (EUR 18,6 Mrd.) wurde von einer Kapitalerhöhung eines Wohnungsunternehmens dominiert, daneben gab es aber weitere Milliardentransaktionen im Verkehr und der Touristik.

### Einlagenvolumen

Die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen entwickelten sich zum Ende des vergangenen Jahres im Aggregat wenig überraschend – sie verzeichneten ein moderates Plus –, allerdings mit umgekehrten Vorzeichen bei den Komponenten, gemessen an dem, was seit Langem üblich ist. So sanken in Q4 die Sichteinlagen und die Termineinlagen stiegen überraschend an (erstmal seit 2010). Über das Gesamtjahr hinweg verlangsamte sich das Einlagenwachstum auf 3,2% ggü. Vj., den niedrigsten Wert seit Beginn der Corona-Pandemie.

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

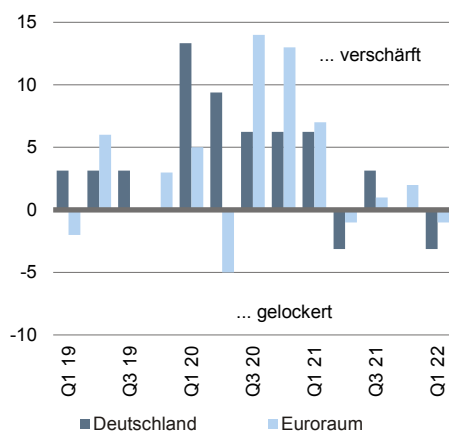
Die generellen **Kreditstandards** und die konkreten Konditionen für tatsächlich ausgereichte Kredite an Unternehmen haben sich sowohl in Deutschland als auch im Eurogebiet insgesamt in Q4 gegenüber Vorquartal so gut wie nicht verändert. Einzige Ausnahme: ein leichter Rückgang der Margen in Deutschland.

Dafür belebte sich die **Kreditnachfrage** etwas; immerhin 16% bzw. 18% der Banken berichteten von einem Anstieg in Deutschland bzw. der EWU als Ganzes.

Für das **erste Quartal** waren die Aussichten aber schon wieder gedämpfter. Während die Kreditinstitute bei den Kreditstandards von keiner substanziellen Veränderung ausgingen, war der Anteil der Euro-Banken, die ein Nachfrageplus erwarten, mit netto nur noch 8% so niedrig wie seit zwei Jahren nicht mehr. Allerdings fand die Befragung um den Jahreswechsel statt und bildet daher die Effekte aus dem Überfall Russlands auf die Ukraine noch nicht ab.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10



\* Q1 22 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

### Zinssätze

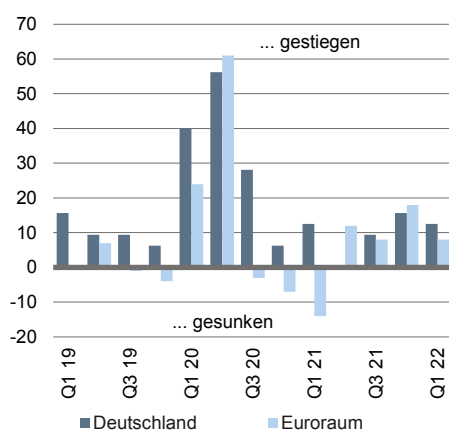
Die **Kreditzinsen im Neugeschäft** blieben in den letzten Monaten des Jahres weitgehend stabil, mit den üblichen (uneinheitlichen) Schwankungen. Insgesamt war das Zinsniveau 2021 damit einmal mehr rückläufig, wenn auch nur leicht. Große Kreditvolumina > EUR 1 Mio. an Kapitalgesellschaften sind weiter wesentlich günstiger zu finanzieren (1,1%) als kleinere Volumina (1,9%). Letzteres gilt mit 1,7% de facto auch für Selbstständige und Personengesellschaften. Kredite mit kurzen wie langen Zinsbindungsfristen kosten im Durchschnitt 1,2% p.a., bei 1-5 Jahren Zinsbindung wird es mit 1,6% etwas teurer.

Auf der **Einlagenseite** geht der Zinsverfall ungebremst weiter; Unternehmen **bezahlen** mittlerweile 14 Bp. für Sichteinlagen und 55 Bp. für Termingelder, beides Allzeittiefs. Letzteres ist sogar noch mehr als der EZB-Einlagenzins für Banken.

Angesichts des beginnenden Ausstiegs der EZB aus der ultralockeren Geldpolitik und der bereits beträchtlich gestiegenen Kapitalmarktzinsen (die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen liegt mittlerweile bei +0,5%, nach -0,4% Anfang Dezember) dürften immer tiefere Zinsen im Kundengeschäft aber hinter uns liegen. Für 2022 insgesamt ist jedenfalls von einer moderaten Erhöhung auszugehen.

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

11



\* Q1 22 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

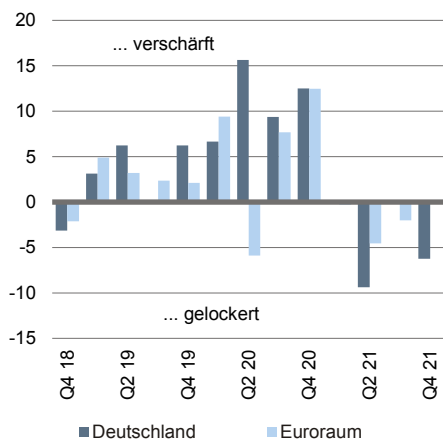
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



## Kreditvergabe und Konjunktur in Zeiten des Krieges

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

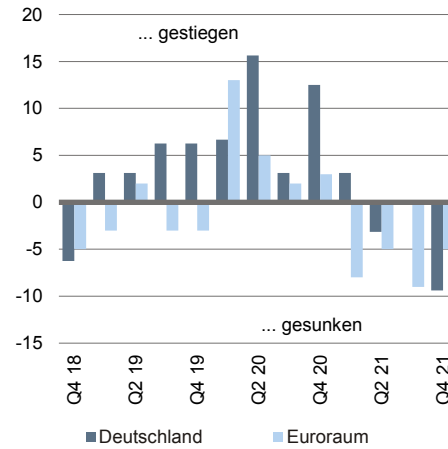
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

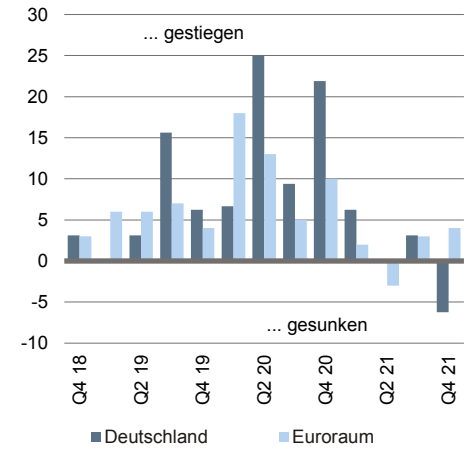
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

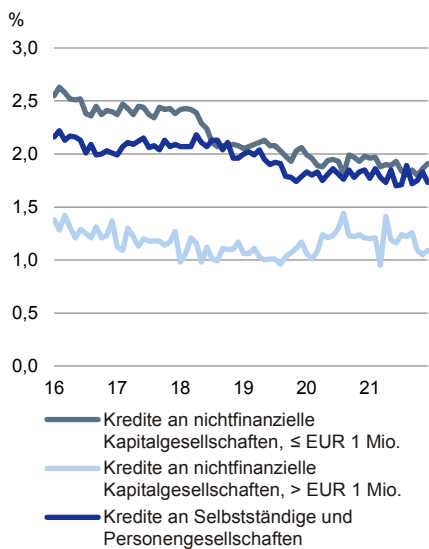
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

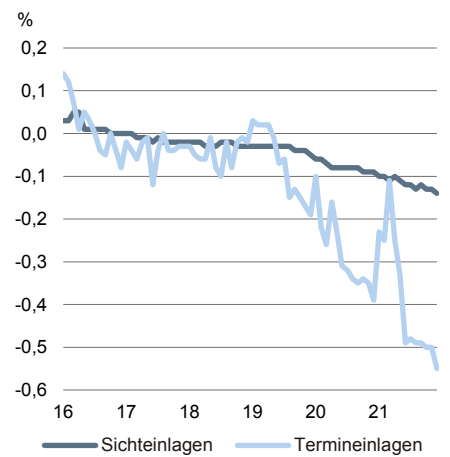
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



## Kreditvergabe und Konjunktur in Zeiten des Krieges

### Deutschland: Konjunkturprognose 18

% gg. Vj.	2021	2022P	2023P
Reales BIP	2,9	2,7	3,0
Privater Konsum	0,1	3,9	3,1
Staatsausgaben	3,1	2,3	2,3
Anlageinvestitionen	1,5	2,4	3,9
Ausrüstungen	3,4	2,5	5,7
Bau	0,7	0,7	2,4
Lager, %-Punkte	1,0	-0,2	-0,1
Exporte	9,9	7,5	3,6
Importe	9,3	8,5	3,7
Nettoexport, %-Punkte	0,8	0,0	0,2
VPI (nat. Def.)	3,1	5,5	3,4
Staatsverschuldung, % BIP	68,2	70,1	70,4
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,0	4,8
Budgetsaldo, % BIP	-3,7	-4,5	-3,0

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Wachstumsdelle Winter und weitere Abwärtsrisiken infolge des Krieges in der Ukraine

- Die deutsche Konjunktur wurde im Winterhalbjahr von verschiedenen Faktoren gebremst. Corona-Infektionswellen führten zu Verhaltensanpassungen und zogen erneute Einschränkungen nach sich. Lieferengpässe und hohe Energiepreise dämpften die Wirtschaftsaktivität zusätzlich. In Q4 schrumpfte das BIP um -0,3 % ggü. Vq. und dürfte auch in Q1 leicht zurückgehen.
- Die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine belasten den wirtschaftlichen Ausblick. Die Auftriebskräfte der in H1 erwarteten Verbesserung der Pandemielage werden vorerst in den Hintergrund gedrängt. Im laufenden Jahr erwarten wir ein BIP-Wachstum von 2,7%. In einem pessimistischen Szenario mit anhaltender Krise, verschärften Sanktionen und noch höheren Energiepreisen dürfte das BIP im Jahr 2022 lediglich 1 bis 1 ½% zulegen.

### Krieg in der Ukraine bringt Paradigmenwechsel für Deutschland

Der russische Einmarsch in die Ukraine stellt für die EU- und NATO-Staaten einen Paradigmenwechsel dar. Die international stark verflochtene deutsche Volkswirtschaft ist von den damit verbundenen Auswirkungen besonders betroffen. Neben den bereits kräftig gestiegenen Energie- und Rohstoffpreisen belastet vor allem die allgemeine Unsicherheit außergewöhnlich stark. Die ifo-Geschäftserwartungen brachen im März um historische 13,3 Pkt. (zum Vgl. Beginn Corona-Pandemie im März 2020: -11,8) ein. Angesichts der Energie- und Rohstoffabhängigkeiten in der Industrie fiel hier der Absturz der Erwartungen noch kräftiger aus (Indexkomponente: -19,8). Aber auch die anderen Wirtschaftsbereiche verzeichneten deutliche Verschlechterungen in den Geschäftsaussichten. Ein ähnliches Bild zeichnen auch die vorausschauenden Komponenten der aktuellen Einkaufsmangerindizes.

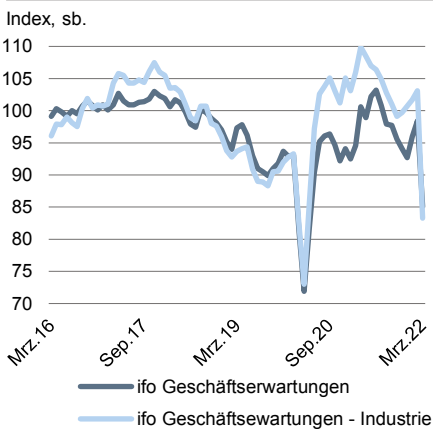
Um der außerordentlich hohen Unsicherheit Rechnung zu tragen, haben wir zwei Prognoseszenarien für Deutschland erarbeitet. Sie sind ausführlich im [Ausblick Deutschland: Krieg in der Ukraine – Neue Realitäten 2.0](#) erläutert. In unserem Basisszenario erwarten wir im laufenden Jahr ein BIP-Wachstum von 2 ½ bis 3% (zuvor: 4%). Der massive Energiepreisanstieg dürfte die Inflationsrate im Gesamtjahr auf rund 5 ½% nach oben treiben. Der Rückgang der realen Einkommen, der Exporte und der Investitionsausgaben gegenüber den bisherigen Erwartungen wird zum Teil durch höhere Staatsausgaben kompensiert, sodass der Wachstumsverlust insgesamt moderater ausfällt.

In unserem negativen Szenario steigt die Gesamtinflationsrate in 2022 auf 6 ½ bis 7% an, da die Öl- und Gaslieferungen aus Russland zumindest vorübergehend unterbrochen werden. Die Verluste beim Konsum, bei den Unternehmensinvestitionen und bei den Exporten fallen stärker aus. Obwohl die Staatsausgaben noch stärker erhöht würden, ergäbe sich insgesamt nur ein BIP-Wachstum von 1 – 1 ½%, was angesichts des Wachstumsüberhangs von über 1% zum Jahresende 2021 praktisch eine Stagnation bedeuten würde.

### Im Winterhalbjahr kommt die Konjunkturerholung zum Erliegen

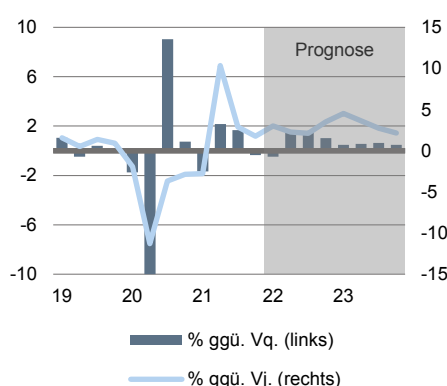
Im Schlussquartal 2021 war die deutsche Wirtschaftsleistung (-0,3% ggü. Vq.) leicht rückläufig und auch in Q1 2022 dürfte die Schwäche anhalten. Die kraftlose Entwicklung in Q4 geht auf die spürbar geschrumpfte Nachfrage der privaten Haushalte (-1,8% ggü Vq.) zurück. Vor allem die erneute Verschärfung der

### Krieg in der Ukraine lässt ifo Geschäftserwartungen abstürzen 19



Quelle: ifo Institut

### Deutsches BIP: Technische Rezession im Winterhalbjahr 2021/22 möglich 20



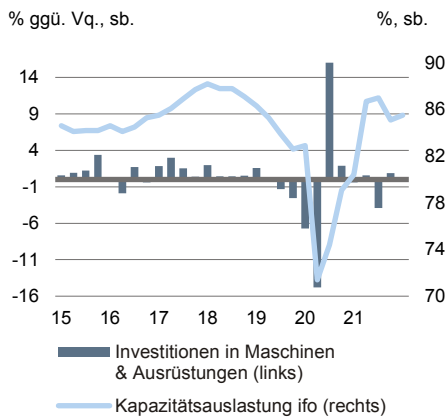
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



## Kreditvergabe und Konjunktur in Zeiten des Krieges

Kapazitätsauslastung stabilisiert sich vorerst

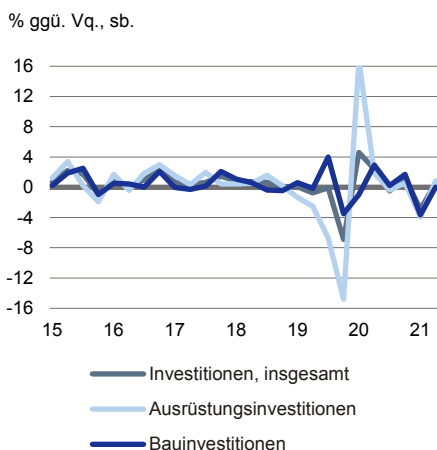
21



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo Institut

Ausrüstungsinvestitionen in Q4 mit leichter Erholung, Bau stagniert

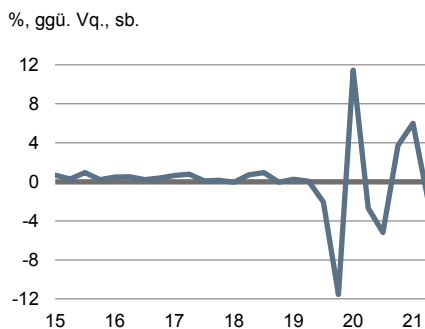
22



Quelle: Statistisches Bundesamt

Privater Verbrauch in Q4 erneut im Rückwärtsgang

23



Quelle: Statistisches Bundesamt

Pandemielage wirkte sich negativ aus. Gestützt wurde die Wirtschaft in Q4 hingegen vom staatlichen Konsum (1% ggü. Vq.) und von den Investitionen in Maschinen und Ausrüstungen (0,9% ggü. Vq.), während die Bauinvestitionen stagnierten. Dank einer Belebung der Industriekonjunktur konnten auch die Exporte in Q4 um 4,8% ggü. Vq. zulegen. Die Investitionsgüterumsätze mit dem Ausland (Q4: 10,5% ggü. Vq.) stiegen kräftig. Der um die ebenfalls florierenden Importe (5,1% ggü. Vq.) bereinigte Außenbeitrag stützte das BIP-Wachstum in Q4 mit 0,2 %-Punkten.

### Ausrüstungen legen in Q4 etwas zu, Bauinvestitionen stagnieren

Nach einem schwachen Vorquartal (Q3: -2,9% ggü. Vq.) waren die Bruttoanlageinvestitionen in Q4 (0,5% ggü. Vq.) wieder verhalten aufwärtsgerichtet. Die zwischenzeitliche leichte Entspannung der Lieferengpässe dürfte unterstützend gewirkt haben.

So konnten sich insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen (Q4: 0,9% ggü. Vq.) erholen, die in Q3 noch mit knapp -4% ggü. Vq. deutlich geschrumpft waren. Der Aufwärtstrend spiegelt sich in den kräftigen inländischen Investitionsgüterumsätzen (Q4: 4,0% ggü. Vq.) wider. Auch der Jahresauftakt (Jan: 5,5% ggü. Vm.) war hier noch einmal kräftig. Im weiteren Verlauf von Q1 dürften aber der erneut verschärfte Materialmangel (Feb: 74,6% der Industrieunternehmen) und quarantänebedingte Arbeitsausfälle dämpfend gewirkt haben. Auf mittlere Sicht lastet erst einmal die Verunsicherung durch den Krieg in der Ukraine schwer auf dem Investitionsklima, wie unter anderem der Absturz der ifo Geschäftserwartungen im März verdeutlicht. Ein Lichtblick für die Kapazitätsauslastung und potenzielle Erweiterungsinvestitionen ist der rekordhohe Auftragsbestand. Trotz eines leichten Rückgangs im Januar (-1,3% ggü. Vm.), lag er 20,9% über dem Vorjahr, was einer Reichweite von 7,8 Monaten entspricht.

Die Bauinvestitionen stagnierten in Q4 (Q3: -3,6% ggü. Vq.). Die anämische Entwicklung dürfte auch vor allem dem Materialmangel geschuldet sein. So lag bspw. der Umsatz im Ausbaugewebe in Q4 real -9,1% unter dem Vorjahresquartal und das, obwohl die Beschäftigtenzahl in diesem Bereich im gleichen Zeitraum um 1,1% zulegen konnte. Aufgrund der wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges in der Ukraine könnte die Baukonjunktur zumindest in H1 holperig verlaufen. Streckenweise könnte sich der Materialmangel bei bestimmten Vorprodukten (z.B. Baustahl) noch deutlich verschärfen. Neben knappen Baustoffen dürften hohe Energiekosten und etwaige Engpässe im Speditionswesen die Baupreise weiter antreiben.

### Privater Verbrauch im Q4 rückläufig, Inflation kostet reale Kaufkraft

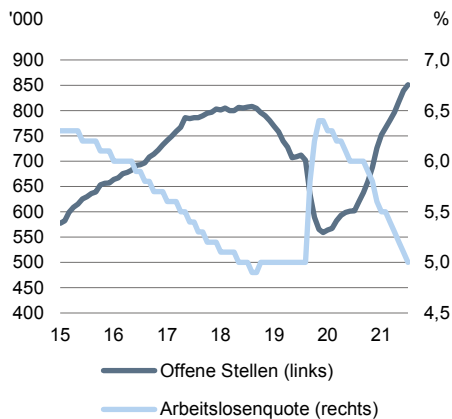
Der private Verbrauch wurde im Schlussquartal 2021 von einer schwierigen Gemengelage ausgebremst und reduzierte das Wirtschaftswachstum in Q4 um knapp 1 %-Pkt. Ansteigende COVID-19-Neuinfektionen, die damit verbundenen Distanzierungsmaßnahmen und allgemeine Verhaltensänderungen sowie kräftig gestiegene Verbraucherpreise (Q4: 5% ggü. Vj.) und nicht zuletzt die Lieferverzögerungen bei langlebigen Konsumgütern (insb. Kraftfahrzeuge) standen einer positiven Entwicklung entgegen. Im Zuge der gedämpften Ausgaben stieg die Sparquote zum Jahresende wieder leicht auf 12,5% (Q3: 11,9%).

Im laufenden Jahr hat die Lockerung der Corona-Maßnahmen in Q1 das Potenzial, eine positive Dynamik beim privaten Verbrauch freizusetzen. Das dürfte sich vor allem bei der Nachfrage nach Dienstleistungen zeigen. Allerdings wird das Verbrauchervertrauen aktuell durch die Unsicherheiten infolge des Krieges in der Ukraine und die anhaltend hohen Energiekosten belastet. Das GfK-Konsumklima dürfte im März deutlich zurückgehen (Markterwartung März: -12 ggü. Feb: -8,1). Im Jahresdurchschnitt 2022 dürfte die deutsche Inflationsrate auf



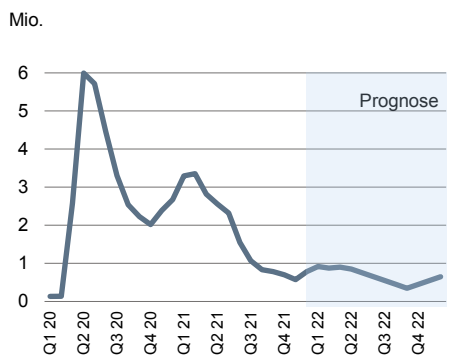
## Kreditvergabe und Konjunktur in Zeiten des Krieges

### Deutscher Arbeitsmarkt: Anhaltende Erholung, offene Stellen auf Rekordniveau **24**



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

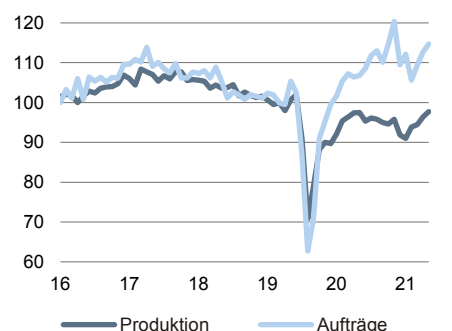
### Kurzarbeit im Winter 2021/22 wieder leicht angestiegen **25**



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

### Industrieproduktion in Q4 im Aufwind, Auftragslage weiter sehr gut **26**

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

5,5% (2021: 3,1%) steigen. Bei einer zumindest zwischenzeitlichen Unterbrechung der Öl- und Gaslieferung aus Russland könnte sie sogar auf knapp 7% klettern. Den Preisschock könnten die während der Pandemie gebildeten zusätzlichen Ersparnisse (knapp EUR 200 Mrd.) abmildern. Jedoch dürfte dieses Potenzial eher ungleichmäßig über die Haushalte verteilt sein. Eine breit angelegte Unterstützung wird die zum 1. Juli anstehende kräftige Rentenanhebung (Ost: 6,12%, West: 5,35%) leisten. Hinzu kommen noch staatliche Sondertransfers, wie die Energiepreispauschale. Zusammen mit einem Wachstumsüberhang von knapp 2 ½ %-Pkt. könnte der private Verbrauch im Jahr 2022 letztlich doch knapp 4% (2021: 0,1%) zulegen.

### Arbeitsmarkt auf Erholungskurs, Gasembargo könnte Kurzarbeit wieder steigen lassen

Trotz der pandemiebedingten Wachstumsdelle im Winterhalbjahr 2021/22 setzte der deutsche Arbeitsmarkt seine Erholung fort. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl sank bis Februar auf rund 2,312 Mio. und strebt bislang zügig auf ihr Rekordtief von 2,217 Mio. (Apr. 2019) zu. Allein im H2 2021 ergab sich ein Rückgang von knapp 290.000. Eine ähnlich dynamische Phase gab es zuletzt in H1 2008. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im Februar auch nur noch ein Zehntel %-Pkt. über ihrem Allzeittief von 4,9% (Apr. 2019). Unter moderaten Annahmen dürfte die Quote im Jahresmittel 2022 auf 5,0% fallen und könnte in 2023 sogar knapp unter diese Marke zurückgehen.

Mit der am 4. März in Kraft gesetzten EU-Richtlinie für den Fall eines „Massenzustroms von Vertriebenen aus der Ukraine“ müssen als Kriegsflüchtlinge kein Asylverfahren durchlaufen. Damit verbindet sich auch eine unmittelbare Arbeits-erlaubnis, sodass sich im weiteren Jahresverlauf einige Zehntausend Personen zusätzlich arbeitssuchend melden dürften. Damit könnte der Abwärtstrend der deutschen Arbeitslosenzahl vorerst gestoppt werden und die Arbeitslosenquote in den Jahren 2022 und 2023 bei 5,0% bzw. 5,1% liegen.

Maßgeblich für die bislang gute Entwicklung ist das Zusammenspiel von Beschäftigungsaufbau und Kurzarbeit. Letztere legte in den zurückliegenden Wintermonaten erneut zu, jedoch fiel die Ausweitung weit geringer aus als im Winter 2020/21. Unter Berücksichtigung der letzten Schätzwerte des ifo Instituts dürfte die realisierte Kurzarbeit zu Jahresbeginn wieder auf knapp 1 Mio. angestiegen sein. Das würde seit Dezember 2021 einem Anstieg von gut 346.000 Personen entsprechen, verglichen mit gut 1,3 Mio. in der Vergleichsperiode. Bei einer Einschränkung oder gar Unterbrechung der Gasimporte aus Russland dürfte es in den betroffenen Industrieunternehmen zu einem deutlichen Anstieg der Kurzarbeit kommen.

### Industrieproduktion erholt sich in Q4, Gegenwind im Frühjahr 2022

In Q4 2021 nahm die deutsche Industrieproduktion (2% ggü. Vq.) wieder etwas Fahrt auf. Zuvor war sie drei Quartale in Folge rückläufig, da Lieferengpässe und steigende Preise für Vorprodukte spürbar bremsen. Im Schlussquartal 2021 ließen zumindest die Materialengpässe vorübergehend nach. Mit steigender Kapazitätsauslastung (Q1: 85,5%, +0,4 %-Pkt. ggü Vq.), verschärfen sich die Probleme aber erneut. Laut ifo-Institut meldeten im Februar 74,6% der Industrieunternehmen (Jan: 67,3%) Engpässe bei der Beschaffung von Vorprodukten und Rohstoffen. Auf kurze Sicht dürfte sich hier kaum Besserung einstellen.

Wenn überhaupt, dürfte die Erholung der Industrieproduktion in H1 2022 nur sehr verhalten bleiben. Die durch Materialengpässe verursachten Probleme

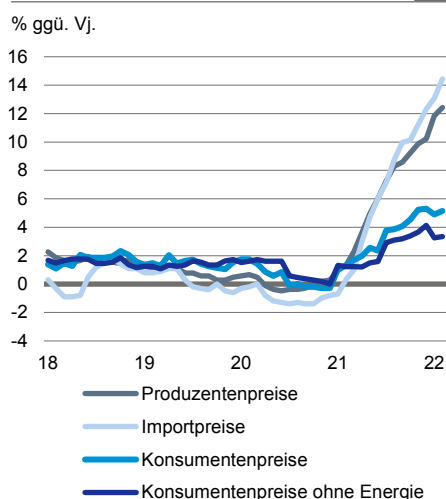


## Kreditvergabe und Konjunktur in Zeiten des Krieges

könnten im Frühjahr durch vorübergehende Arbeitsausfälle infolge von Quarantäneverpflichtungen für Mitarbeiter mit einer COVID-19-Infektion und durch zusätzliche Lieferengpässe aufgrund von Sanktionen gegen Russland noch verschärft werden. Sollte in der Ukraine bis H2 eine Deeskalation erreicht werden, könnte die Industriedynamik in Deutschland ab Q3 aufgrund nachlassender Lieferkettenprobleme und dank des hohen Auftragsbestands stärker sein. Insgesamt erwarten wir für das Jahr 2022 einen Anstieg der Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland um etwa 3% (Prognose von 5% gesenkt). Für 2023 zeichnet sich ein Anstieg der Inlandsproduktion um 7% ab. Dieser basiert zu einem großen Teil auf dem statistischen Überhang Ende 2022.

## EZB beendet PEPP-Nettokäufe, Zinsanhebung im September

Deutsche Inflation auf verschiedenen Ebenen 27



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die EZB schwenkt auf einen Pfad der schrittweisen geldpolitischen Normalisierung ein und bekräftigt ihre Zielsetzung der Preis- und Finanzstabilität. Mit den jüngsten geldpolitischen Beschlüssen (10. März) wurde angekündigt, die monatlichen Nettokäufe im Rahmen des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) wie geplant im März zu beenden. Zudem könnten auch die Nettokäufe des Asset Purchase Programme (APP) in Q3 eingestellt werden, soweit es die Stabilität der Finanzmarktbedingungen erlaubt. Mit der Wiederanlage fälliger Wertpapiere will die EZB weiterhin günstige Liquiditätsbedingungen und eine geldpolitische Akkomodation aufrechterhalten. Die Sonderkonditionen im Rahmen der TLTRO-III sollen im Juni dieses Jahres auslaufen. Um Klippeneffekte zu vermeiden könnte die EZB den Tiering-Multiplikator auf das 10- oder 12-Fache anheben. Wir erwarten weiterhin im September eine erste Leitzinsanhebung um 25 Bp., gefolgt von drei weiteren Schritten gleicher Höhe in den jeweils folgenden Quartalen. Im Abstand von sechs Monaten könnten dann bis Mitte 2024 noch zwei weitere 25 Bp.-Schritte folgen, sodass der Leitzins in Q2 2024 bei 1,5% liegen dürfte. Auch wenn der russische Einmarsch in die Ukraine die Unsicherheit im wirtschaftlichen Umfeld deutlich erhöht hat, ist für die EZB vor allem die mittelfristige Inflationsentwicklung in der Eurozone von Bedeutung. Alle Szenarien der jüngsten makroökonomischen Projektionen sehen die HVPI-Inflationsrate im Jahr 2024 wieder bei bzw. leicht unter dem mittelfristigen Zielwert von 2%. Für das laufende Jahr reichen die Prognosen von 5,1% im Basisszenario bis hin zu 7,1% in einem „schwerwiegenden Szenario“. Darin werden kräftig gestiegene Energie- und Rohstoffpreise als länger anhaltend angenommen sowie preistreibende Zweitrundeneffekte erwartet.

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

© Copyright 2022. 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.