



# Kreditboom in Q2 2022, Konjunktur vor schweren Zeiten

13. September 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

**Historisches Kreditplus & Zinsanstieg.** Höhere Kosten und große wirtschaftliche Unsicherheit haben im zweiten Quartal zum absolut gesehen größten Kreditanstieg mit Unternehmen und Selbstständigen geführt, der in Deutschland je verzeichnet wurde (EUR +35 Mrd., +2,3%). Das Kreditvolumen liegt damit 7,6% über dem (allerdings vergleichsweise niedrigen) Vorjahresniveau. Wesentlicher Treiber war der wachsende Bedarf in der Industrie nach kurzfristigen Darlehen. Alle Bankengruppen profitierten. Gleichzeitig schnellten auch die Kreditzinsen aufgrund der Zinswende so kräftig in die Höhe wie noch nie seit Beginn der Statistik vor 20 Jahren, um rund 0,7 - 0,8 %-Punkte. Sie liegen mittlerweile durch die Bank weg wieder über 2%, wie zuletzt 2014. Da die Einlagenzinsen wesentlich weniger stark zulegten, konnten die Banken ihre Zinsmarge ausweiten. Das Volumen der Einlagen (+3,8% ggü. Vj.) wuchs gleichzeitig deutlich schwächer als das der Kredite.

**Noch dynamisches Anleihegeschäft, übrige Finanzierungsalternativen eher verhalten.** Im letzten Quartal der Anleihekäufe durch die EZB wurden in Deutschland netto nochmals EUR 4,8 Mrd. an Unternehmenstiteln emittiert. Eine Abkühlung zeichnet sich jedoch ab. Angesichts sinkender Kurse trocknete der Markt für Aktienemissionen weiter aus. Bei Commercial Paper und dem Leasing lief es relativ unspektakulär.

## Konjunktur

**BIP-Wachstum stagniert nahezu in Q2, Revision für Q1.** Wachstumsimpulse kamen zu Beginn des Sommerhalbjahres vom privaten Verbrauch, von den staatlichen Konsumausgaben sowie in geringem Maße von den Ausrüstungsinvestitionen und Vorratsveränderungen. Allerdings bremsten die Bauinvestitionen und der Außenbeitrag das BIP-Wachstum in Q2 auf nur 0,1% ggü. Vq. herunter. Die Wachstumsrate für Q1 wurde auf 0,8% ggü. Vq. nach oben revidiert, von zuvor 0,2%.

**Rezession ab H2 wahrscheinlich, BIP-Prognose für 2023 deutlich nach unten angepasst.** In der zweiten Jahreshälfte dürften die konjunkturellen Gegenwinde die Oberhand gewinnen, und die Wirtschaft in eine Rezession rutschen. Die privaten Haushalte werden einen massiven Kaufkraftverlust schultern müssen und auch die Nettoexporte dürften weiter bremsen. In 2022 könnte das deutsche BIP noch 1% wachsen. In 2023 erwarten wir nun einen Rückgang von -3 ½%.

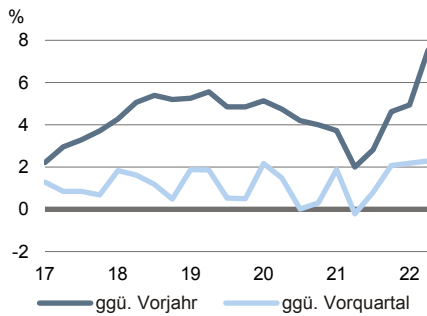


## Kreditboom in Q2 2022, Konjunktur vor schweren Zeiten

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1

### Unternehmensfinanzierung in Deutschland



\* ohne sonstige Finanzinstitute

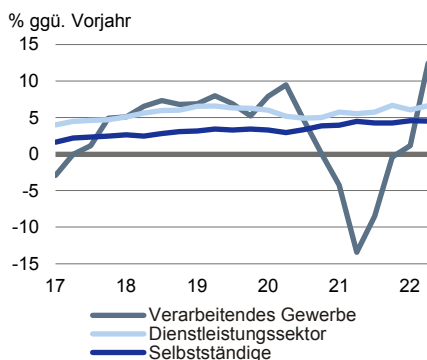
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

#### Kreditvolumen

Im Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen hat es in den letzten Jahren schon einige Auf- und Abs gegeben. Dennoch sticht das zweite Quartal 2022 heraus. Noch nie war – absolut betrachtet – der Anstieg des Kreditvolumens in einem Vierteljahr in Deutschland so stark (EUR +35,4 Mrd.), prozentual lag er zuletzt im Jahr 1999 gleichauf (+2,3%). Es unterstreicht den großen Schock, den der Ukraine-Krieg, die Energiekrise, die ausufernde Inflation, die plötzliche und kräftige Zinswende sowie die allgemeine Furcht vor einer Rezession bei den Unternehmen ausgelöst haben (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss). Der Vorjahresvergleich legte sprunghaft von 4,9% im ersten Quartal auf jetzt 7,6% zu. Das ist der höchste Wert seit dem Wiedervereinigungsboom. Zum einen steigen die Input-Kosten – v.a. durch höhere Energie- und Rohstoffpreise. Zum anderen ist die Unsicherheit enorm, was die Versorgung mit Gas im kommenden Winter und allgemein die Konjunkturaussichten angeht, angesichts einer sich abkühlenden Weltwirtschaft, einer krisenbedingt höheren Sparneigung der Privathaushalte und fortbestehender Lieferengpässe. Das erhöht den Liquiditätsbedarf. Zudem nehmen seit einigen Monaten die Finanzierungskosten zu, sind aber im historischen Vergleich immer noch gering, sodass es sich lohnen kann, sich die relativ niedrigen Zinsen zu sichern.

... nach Branche

2

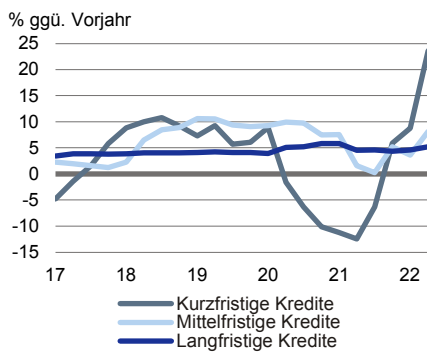


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

In **Euroland** als Ganzes verlief die Entwicklung ähnlich, auch aufgrund der vergleichbaren Gesamtsituation. Hier kletterte der Kreditbestand mit nichtfinanziellen Unternehmen zwischen März und Juni kräftig um EUR 107 Mrd. (+2,2%) und der Zuwachs gegenüber Vorjahr sprang in die Höhe (auf +6,1%). Das übertrifft ebenfalls die Dynamik während der Corona-Pandemie und ist der höchste Wert seit der Finanzkrise. Vor einem Jahr hatte das Kreditvolumen praktisch noch stagniert.

... nach Fristigkeit\*

3



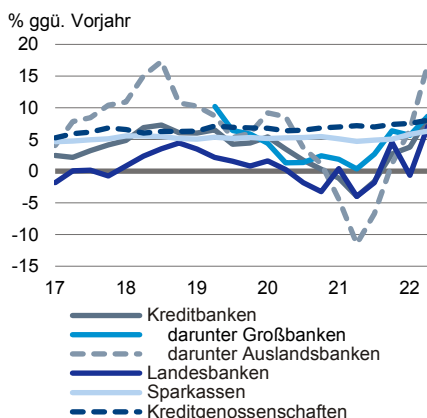
\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Mit Blick auf einzelne **Branchen** in Deutschland ist insbesondere die beschleunigte Kreditvergabe an das Verarbeitende Gewerbe markant. Hier schnellte der 12-Monats-Vergleich auf +12,5% empor. Das ist jedoch ein recht volatiles Segment, in dem es über einen längeren Zeitraum kaum Wachstum gegeben hat: Die nominalen Höchststände des Kreditvolumens zu Beginn des Jahrtausends, während der Finanzkrise und während der Corona-Pandemie sind bislang jeweils unerreicht. Wesentlich stetiger schneidet das Kreditgeschäft mit dem Dienstleistungssektor und Selbstständigen ab (+6,6% ggü. Vj. bzw. +4,5% – in beiden Fällen de facto stabil auf hohem Niveau). Übrigens ist damit aus Sicht der Banken auch ein langfristiger Bedeutungsverlust der Industrie verbunden: Lag deren Anteil am gesamten Kreditbuch mit Unternehmen und Selbstständigen 1999 noch bei fast 15%, waren es zuletzt sogar weniger als 10%.

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den einzelnen Industriebranchen kam die Chemie auf das stärkste Kreditplus (+42% ggü. Vj., wobei das ein schwankungsanfälliger Wirtschaftszweig ist), gefolgt von Gummi/Kunststoffen (+19%) und der Elektrotechnik (+15%). Auch die Kernbranche Maschinenbau/Auto lag im zweistelligen Bereich.

Hinsichtlich der Kredite an Dienstleister lagen die Beteiligungsgesellschaften vorn (+13%), aber am meisten ins Gewicht fiel der dynamische, 9%-ige Anstieg bei Wohnungsunternehmen, der absolut gesehen wichtigsten Einzelbranche überhaupt. Höher war die Zunahme zuletzt während der Finanzkrise. Bei Gewerbeimmobilien ließ der Schwung etwas nach (+4%), genauso wie bei Tourismus/Gastronomie (+1%, nach hohen Steigerungen während der Corona-Krise nun der schwächste Wert seit 2015). Unverändert robust läuft es bei Telekom/Beratung/Werbung, den unternehmensnahen Dienstleistungen (+6%).

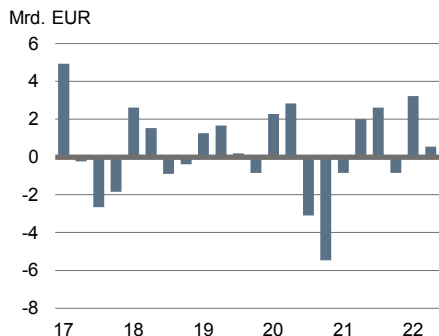
Bei den sonstigen Branchen entwickelt sich das Kreditvolumen mit dem Handel (+13% ggü. Vj.) und dem Bau (+12%) besonders schwungvoll, aber auch Ver-



## Kreditboom in Q2 2022, Konjunktur vor schweren Zeiten

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



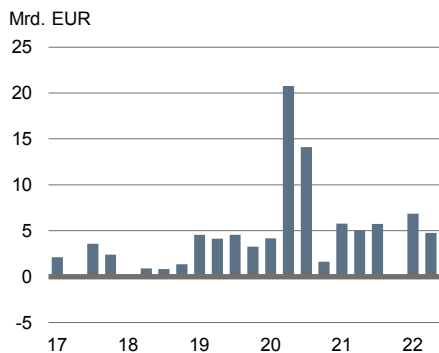
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

sorger/Bergbau liegen deutlich im Plus (+9%), während der Verkehr (-3%) das Schlusslicht unter allen Wirtschaftszweigen bildet (allerdings nach einem ebenfalls deutlichen Anstieg während der Pandemie).

Mit Blick auf die **Fristigkeiten** schlug sich die angespannte Gesamtlage am sichtbarsten in einem weiter sehr kräftigen Wachstum der kurzfristigen Ausleihungen (Laufzeit < 1 Jahr) nieder. Dieses hält seit Herbst an, sodass sich der Vorjahresvergleich mittlerweile auf beeindruckende +24% erhöht hat. Zugegebenermaßen weist diese Kreditkategorie traditionell die größten Schwankungen auf und umfasst heute absolut betrachtet ein geringeres Volumen als vor 20 Jahren. Gut lief es ebenso in den anderen Laufzeitbändern von 1 - 5 Jahren (+8,1% ggü. Vj.) und darüber (+5,2%).

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6



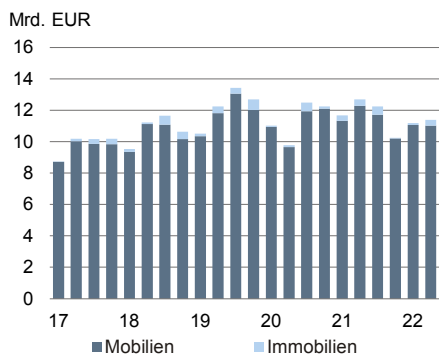
Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Vom Kreditboom profitieren sämtliche **Bankengruppen**. Die ohnehin etwas volatileren Auslandsbanken und Förderbanken (einschließlich DZ Bank) setzten sich an die Spitze (+16,9% bzw. +14,6% ggü. Vj.), gefolgt von den Großbanken (+8,7%). Diese drei sind auch im Verarbeitenden Gewerbe besonders präsent oder stehen in der aktuellen Situation im Fokus. Die eher stetig wachsenden Genossenschaftsbanken und Sparkassen (+8% bzw. +6,3%) sowie die Landesbanken (+7,1%) lagen aber nicht weit dahinter. Für die beiden Erstgenannten ist es sogar jeweils das kräftigste Plus seit der Euro-Einführung 1999, für Landesbanken und das Aggregat der Kreditbanken immerhin der beste Wert seit der Finanzkrise.

Im zweiten Quartal legten die Auslandsbanken in der Chemie und dem Handel am deutlichsten zu, die Förderbanken im Handel und dem Verkehr. Kreditgenossenschaften und Sparkassen schnitten am besten bei den Wohnungsunternehmen ab, Erstere darüber hinaus am Bau und bei den unternehmensnahen Dienstleistungen, Letztere im Gewerbeimmobiliensegment. Großbanken und Landesbanken verzeichneten keine eindeutigen Branchenschwerpunkte.

Leasinggeschäft, Neuavolumen\*

7



\* statistischer Bruch in Q1 2018. Entspricht nicht dem Gesamtmarkt.  
Quelle: BDL

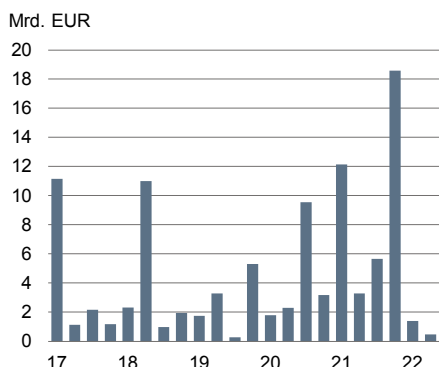
### Andere Finanzierungsquellen

Nichtbanken emittierten in Q2 netto EUR 550 Mio. an **Commercial Paper**, ein recht unspektakuläres Ergebnis.

Im letzten Quartal der breit angelegten Anleihekäufe durch die EZB („Quantitative Easing“) kamen in Deutschland **Unternehmensanleihen** in Höhe von netto EUR 4,8 Mrd. neu auf den Markt. Das belegt die hierzulande bis dato gute Marktdynamik, wobei aufgrund des Wegfalls des „ultimativen Käufers“ demnächst eine Abkühlung zu erwarten ist. In Euroland als Ganzes war es in den letzten Monaten schon soweit, angesichts einer Nettoemission von gerade einmal EUR 3,5 Mrd. von April bis Juni (d.h. einem Minus außerhalb von Deutschland). Gleichzeitig erwarb die EZB nochmals EUR 14,7 Mrd. an Unternehmensiteln, rechnerisch also ein Mehrfaches. Damit kommt die Notenbank auf insgesamt EUR 345 Mrd. an gehaltenen Unternehmensanleihen, ein beträchtlicher Anteil verglichen mit einem ausstehenden Volumen von rund EUR 1,6 Bill.

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Das **Leasinggeschäft** verbuchte in Q2 Neuabschlüsse im Umfang von EUR 11 Mrd. bei Mobilien und EUR 366 Mio. bei Immobilien, mithin Werte im Durchschnitt der Vorjahre. Gegenüber Q2 2021 gab es unter dem Strich einen Rückgang um 10%, der aber praktisch ausschließlich auf eine Normalisierung bei Pkw zurückzuführen war; die übrigen Bereiche blieben weitgehend stabil.

Der Markt für **Aktienemissionen** ist im vergangenen Quartal angesichts unter Druck stehender Kurse weiter ausgetrocknet. Wie schon zum Jahresauftakt fand kein nennenswerter Börsengang oder eine größere Kapitalerhöhung statt, das Gesamtvolumen fiel auf nur EUR 460 Mio.

### Einlagenvolumen

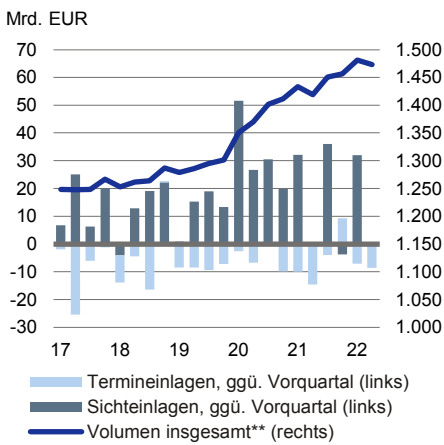
Die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen sind zwischen März und Juni insgesamt gesunken, aber weniger stark als im Vorjahreszeitraum, sodass



## Kreditboom in Q2 2022, Konjunktur vor schweren Zeiten

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

sich auf 12-Monats-Sicht ein etwas höherer Anstieg um 3,8% ergibt. Dabei stagnierten die Sichteinlagen zuletzt mehr oder weniger (EUR +0,6 Mrd.) und die Termingelder waren, wie seit Jahren der Regelfall, rückläufig (EUR -8,6 Mrd.). Die verhältnismäßig gedämpfte Einlagenentwicklung bei äußerst dynamischer Kreditvergabe deutet auf zunehmenden Kostendruck hin, etwa durch galoppierende Energiepreise.

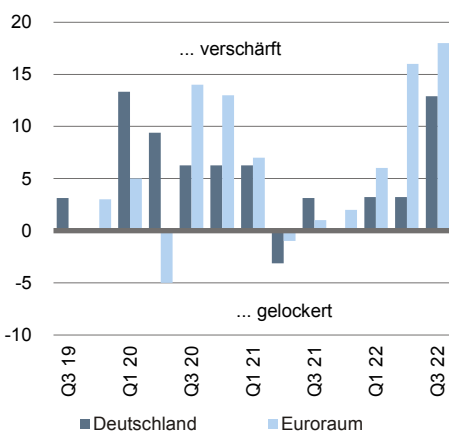
### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

An den generellen **Kreditstandards** änderte sich auch im abgelaufenen Quartal sehr wenig. Bei den konkreten Bedingungen für tatsächlich ausgereichte Darlehen meldeten netto immerhin 10% der Banken eine Verschärfung verglichen mit dem Vorquartal, was im Wesentlichen an den erhöhten Margen sowohl für durchschnittliche als auch für riskantere Kredite lag (ebenfalls berichtet von 10% der Institute). Im Euroraum insgesamt verschärfen 16% der Banken ihre Kreditstandards – zwar nur eine Minderheit, aber der höchste Anteil seit der Euro-Staatschuldenkrise 2011.

Im Einklang mit dem starken Volumenwachstum registrierten 23% der Banken erneut eine gestiegene **Kreditnachfrage** in Deutschland, wobei das Plus bei langfristigen Krediten merklich schwächer ausfiel (nur 3%). Entscheidender Faktor war der aufgrund der allgemeinen Inflationsentwicklung zunehmende Mittelbedarf zur Finanzierung laufender Ausgaben (39%), während geringere Investitionsaufwendungen mildernd wirkten (10%). Im Euroraum vermeldeten lediglich 12% der Institute eine höhere Nachfrage.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10



\* Q3 22 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Für das **laufende Quartal** gehen die Banken von einer moderaten Verschärfung der Kreditstandards aus (13%), wobei sie eine ähnliche Erwartung im Vorquartal nicht in die Tat umsetzten. Bemerkenswert: Auch wenn es netto nur 3% der Banken betrifft, so rechnet die Branche unter dem Strich nun mit einem Nachfragerückgang, dem ersten seit Ausbruch der Corona-Pandemie. Dabei soll die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten und solchen an KMU noch steigen, die nach langfristigen Krediten und solchen an große Unternehmen dagegen kräftig schrumpfen. Die Einschätzungen der Euroland-Banken insgesamt mit Blick auf Kreditstandards ebenso wie -nachfrage unterscheiden sich davon kaum. Insgesamt dürften die aktuellen Vorzieheffekte jedoch eine Abschwächung der Kreditnachfrage in den kommenden Quartalen nach sich ziehen.

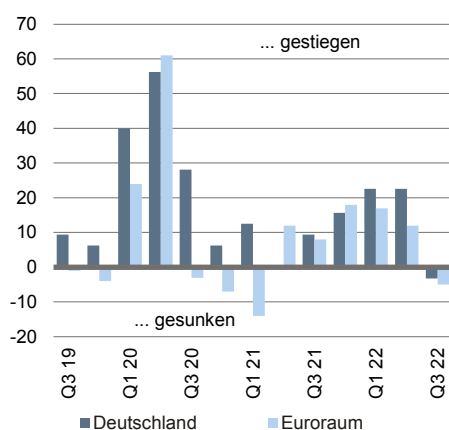
### Zinssätze

War die Entwicklung der Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** in Q1 schon ungewöhnlich, so war sie in Q2 beispiellos. Seit Beginn der Statistik 2000 bzw. 2003 hat es in fast allen Kategorien noch nie einen derart steilen Anstieg gegeben, allerdings auch von einem nie dagewesenen niedrigen Niveau. Einzige Ausnahme waren kleinere Kreditvolumina < EUR 1 Mio. an Kapitalgesellschaften, wo die Zinsen um relativ überschaubare 0,2 %-Punkte auf 2,1% kletterten. In den meisten anderen Bereichen betrug das Plus 0,7-0,8 %-Punkte, womit die Zinsen schlagartig überall über der 2%-Schwelle liegen, zwischen 2,1% und 2,5%. Das entspricht ungefähr dem Stand von Ende 2014. Ebenso interessant: Trotz des höheren Niveaus hat die Spreizung der Zinssätze zwischen den verschiedenen Größenklassen und Zinsbindungsfristen verglichen mit den Vorjahren nicht zu-, sondern abgenommen. Weiteres Novum: Zum ersten Mal überhaupt muss für große Kredite > EUR 1 Mio. mehr bezahlt werden als für kleinere.

Die Zinsen für **Sichteinlagen** haben auf die Zinswende bisher nicht reagiert und verharrten im Juni bei -15 Bp. Allerdings galt da auch noch der alte Einlagensatz der EZB von -50 Bp. **Termineinlagenzinsen** legten erneut moderat zu, wie schon in Q1, auf -29 Bp. Hier stehen größere Veränderungen also noch bevor. Insgesamt unterstreicht das die schon im Bank lending survey berichtete Ausweitung der Zinsmarge der Banken.

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

11



\* Q3 22 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

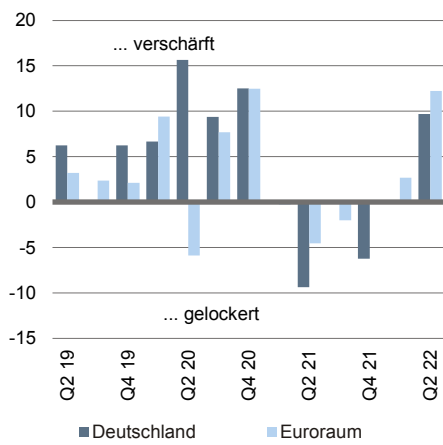
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



## Kreditboom in Q2 2022, Konjunktur vor schweren Zeiten

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

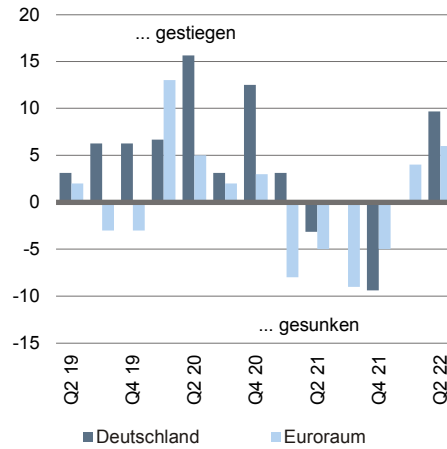
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

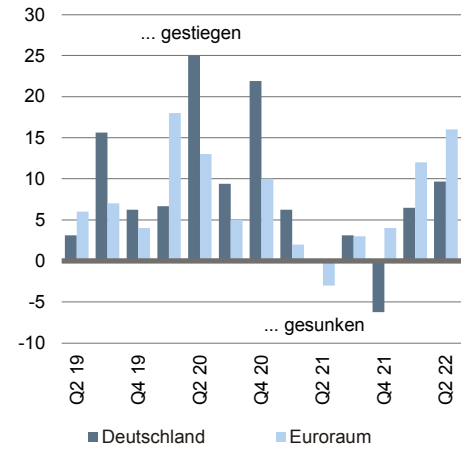
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

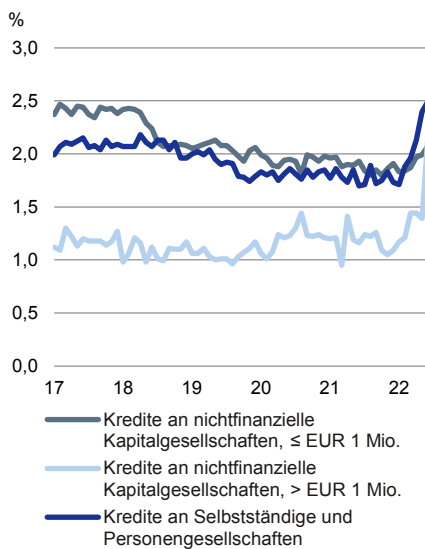
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

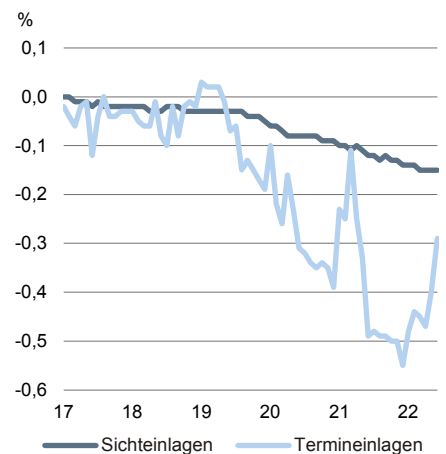
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB

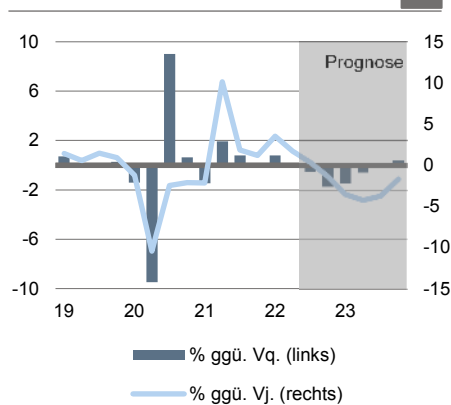


## Deutsches BIP-Wachstum stagniert nahezu in Q2, Revision für Q1

- Wachstumsimpulse kamen zu Beginn des Sommerhalbjahres vom privaten Verbrauch, von den staatlichen Konsumausgaben sowie in geringem Maße von den Ausrüstungsinvestitionen und Vorratsveränderungen. Allerdings bremsten die Bauinvestitionen und der Außenbeitrag das BIP-Wachstum in Q2 auf nur 0,1% ggü. Vq. herunter. Die Wachstumsrate für Q1 wurde auf 0,8% ggü. Vq. nach oben revidiert, von zuvor 0,2%.
- In H2 dürften die konjunkturellen Gegenwinde die Oberhand gewinnen, und die deutsche Wirtschaft in eine Rezession rutschen. Die privaten Haushalte werden einen massiven Kaufkraftverlust schultern müssen und auch die Nettoexporte dürften weiter bremsen. In 2022 könnte das deutsche BIP noch 1% wachsen. In 2023 erwarten wir nun einen Rückgang von -3 ½%.

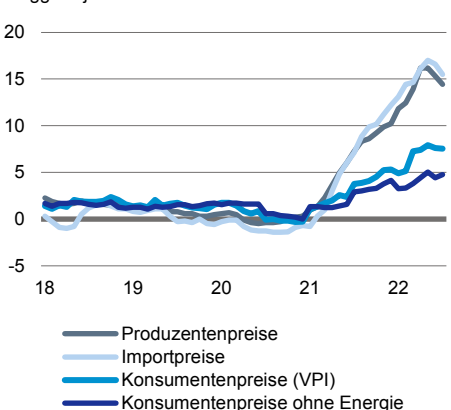
## Ab H2 2022 Rezession wahrscheinlich, BIP-Prognose für 2023 deutlich nach unten angepasst

Deutsches BIP: Ab H2 2022 Rezession wahrscheinlich



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutsche Inflation auf verschd. Ebenen, Q2 VPI von staatl. Maßnahmen gedämpft



Quelle: Statistisches Bundesamt

In der zweiten Jahreshälfte dürfte die deutsche Wirtschaft in eine Rezession rutschen. Trotz staatlicher Stützungsmaßnahmen werden die privaten Haushalte weiterhin einen spürbaren realen Kaufkraftverlust schultern müssen, der sich zum Jahresende hin noch verstärken könnte. Nach Wegfall der jüngsten staatlichen Dämpfungsmaßnahmen dürfte die Inflationsrate im September deutlich in Richtung 9% ggü. Vj nach oben schießen. Im Jahresdurchschnitt von 2022 dürften die Verbraucherpreise um 8% zulegen. Vom Außenbeitrag sind zunächst auch nur negative Impulse für das deutsche BIP zu erwarten.

Turnusgemäß wurden die bisher veröffentlichten BIP-Daten in Q2 überarbeitet. Danach expandierte die deutsche Wirtschaft zu Jahresbeginn doch kräftiger (Q1: 0,8% ggü. Vq.) als zuvor gemeldet (0,2%). Alle Unterkomponenten waren von Revisionen betroffen, wobei der private Verbrauch (+0,9%-Punkte) hervorzuheben ist. Auch die Jahresraten für 2020 (rev. -3,7%, +0,8 %-Punkte) und 2021 (rev. 2,6%, -0,3%-Punkte) wurden nennenswert angepasst.

Gestützt durch den robusten Jahresauftakt könnte das BIP im laufenden Jahr gerade noch 1% expandieren. Die nun auf unabsehbare Zeit ausgesetzten russischen Gaslieferungen durch Nord Stream 1 (zuletzt 350 GWh pro Tag) stellen für die deutsche Wirtschaft ein bedeutendes Abwärtsrisiko dar, insbesondere mit Blick auf das kommende Jahr. Ein positiver Faktor sind die kräftigen Gaszuflüsse aus Norwegen, Belgien und den Niederlanden. Sie belaufen sich zur Zeit auf etwa 2.400 GWh pro Tag (11. Sep). Je nach gesamtwirtschaftlichem Verbrauchsverhalten könnten Ende Q1 2023 durchaus physische Gasknappheiten auftreten. In Kombination mit Zweitrundeneffekten könnte die deutsche Inflationsrate im Jahresdurchschnitt von 2023 erneut bei mindestens 8% liegen. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Wachstumsprognose für das deutsche BIP im kommenden Jahr auf -3 ½% nach unten angepasst (zuvor -1%).

## Konjunktur in Q2 bereits deutlich verlangsamt

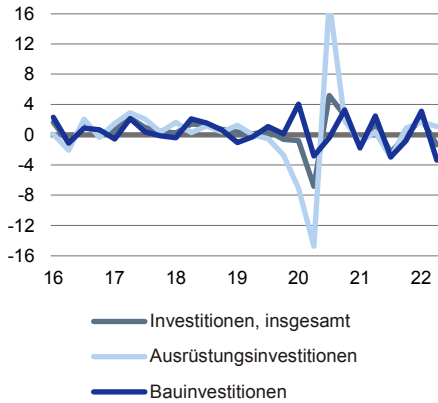
Mit einem Wachstum von nur 0,1% ggü. Vq. stagnierte die deutsche Wirtschaft in Q2 nahezu. Dabei entwickelten sich die einzelnen Verwendungskomponenten sehr unterschiedlich. Spürbare Wachstumsimpulse kamen vom staatlichen Konsum (0,5 %-Punkte) und vom privaten Verbrauch (0,4 %-Punkte), sowie in geringem Maße (je 0,1 %-Punkte) von den Ausrüstungsinvestitionen und Vorratsveränderungen. Ein kräftiger Rückprall der Bauinvestitionen und der deutlich



## Kreditboom in Q2 2022, Konjunktur vor schweren Zeiten

### Bauinvestitionen in Q2 im Rückwärtsgang, Ausrüstungen legen weiterhin leicht zu 20

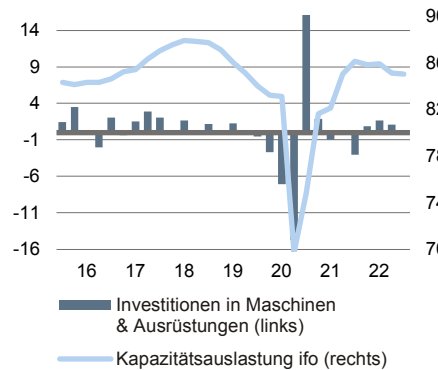
% ggü. Vq., sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Kapazitätsauslastung stabilisiert sich zu Beginn von H2 2022 21

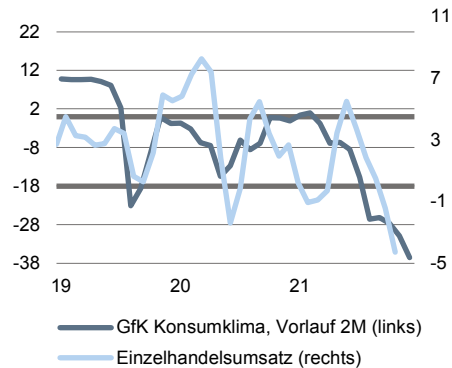
%, ggü. Vq., sb.



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

### Deutsches Konsumklima abgestürzt 22

Index gleit. 3M-Durchschn., % ggü. Vj.



Quellen: GfK, Statistisches Bundesamt

negative Außenbeitrag reduzierten das BIP-Wachstum in Q2 um 0,4 bzw. 0,6 %-Punkte. Die Importe legten 1,6% ggü. Vq. zu, während die Exporte aufgrund der schwachen Industrieproduktion (Q2: -0,9% ggü. Vq.) lediglich 0,3% ggü. Vq. expandieren konnten.

### Bauinvestitionen in Q2 rückläufig, Ausrüstungen halten sich

Die Bruttoanlageinvestitionen schrumpften in Q2 um -1,3% ggü. Vq. (Q1: 2,1%). Ausschlaggebend war die im Vorquartalsvergleich kräftige Gegenbewegung der Bauinvestitionen (-3,4% ggü. Vq.), nachdem diese in Q1 dank milder Witterung um 3,1% zugelegt hatten. Laut ifo-Umfragen erreichte der Material- und Fachkräftemangel am Bau in Q2 neue Höchststände und dürfte die Bautätigkeit empfindlich gebremst haben. Die Knappheiten ließen die Materialpreise kräftig steigen. Zudem sind Zinsen für Baufinanzierungen zuletzt deutlich gestiegen. In der Konsequenz gaben im Juli laut ifo-Umfrage 11,5 % der Wohnungsbauunternehmen an, Projekte zu streichen. Nach einer positiven Gegenbewegung in Q3 (1% ggü. Vq.) dürfte das Wachstum der Bauinvestitionen infolge der zahlreichen Gegenwinde eher verhalten bleiben.

Die Ausrüstungsinvestitionen blieben in Q2 (1,1 % ggü. Vq.) weiterhin (rev. Q1: 1,7%) aufwärtsgerichtet. Die inländischen Investitionsgüterumsätze zogen in Q2 wieder spürbar an. Nur aufgrund eines statistischen Unterhangs lagen sie im Vorquartalsvergleich bei -3,2%. Im Gegenzug profitieren sie in Q3 von einem Überhang. Selbst wenn die inländischen Investitionsgüterumsätze auf ihrem Juli-Niveau verharren, würden sie in Q3 um 4,7% ggü. Vq. zulegen. So könnten auch die Ausrüstungsinvestitionen ihre Aufwärtsdynamik in Q3 (DBR: 0,5% ggü. Vq.) noch beibehalten. Im Verlauf von H2 dürfte dann aber das negative Konjunkturmilieu zunehmend durchschlagen. Schon jetzt ist das Stimmungsbild in der Industrie mit Blick auf die Auftragsentwicklung (Aug: PMI Neuaufträge: 40,9 Punkte, Exportneuaufträge: 41,5) äußerst trübe.

### Privater Verbrauch expandiert noch in Q2, Inflation steigt deutlich

Der private Verbrauch hielt sich in Q2 mit 0,8% ggü. Vq. überraschend robust. Zudem wurde auch die Wachstumsrate für Q1 auf 0,8% ggü. Vq. revidiert, von zuvor -0,1%. Die positive Dynamik nach dem Wegfall der pandemiebedingten Einschränkungen wirkte sich zu Beginn des Sommerhalbjahres kräftig auf die Dienstleistungsnachfrage aus. Währenddessen schrumpften die realen Einzelhandelsumsätze (Q2: -3,6% ggü. Vq., Q1: -0,6% ggü. Vq.) spürbar. Der Krieg in der Ukraine und die zunehmend spürbaren wirtschaftlichen Folgen ließen das Verbrauchervertrauen zuletzt auf immer neue Tiefststände (Sep: -36,5) stürzen. Vor allem die massiv gestiegenen Verbraucherpreise (Q2: 7,6% ggü. Vj.) und die Unsicherheiten hinsichtlich der Gasversorgung belasten stark. Nach dem Auslaufen der ersten staatlichen Dämpfungsmaßnahmen (9-Euro-Ticket, „Tankrabatt“) dürfte die deutsche Inflationsrate im September auf über 9% ggü. Vj. hochschießen. Die angekündigten Hilfen aus dem Dritten Entlastungspaket werden den immensen Kaufkraftverlust lediglich abmildern können. Daran dürfte auch die Mindestlohnanhebung auf EUR 12 ab Oktober nur wenig ändern.

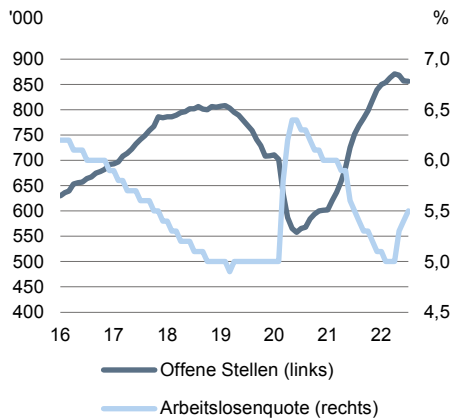
In realer Rechnung dürfte der private Verbrauch ab H2 spürbar zurückgehen, vor allem da die Konsumenten zunehmend hohe Energierechnungen verkraften müssen. Die Sparquote könnte dann sogar unter den Stand von 10,8% in Q2 fallen, zumindest temporär. Zwar markierte die Sparneigung laut GfK im August (3,5 Punkte) ein 11-Jahreshoch, dennoch dürfte es den privaten Haushalten schwerfallen dies auch tatsächlich umzusetzen. Einhergehend mit einer zum Herbst hin nachlassenden Dienstleistungsnachfrage könnte der private Verbrauch in H2 um etwa 4% schrumpfen.



## Kreditboom in Q2 2022, Konjunktur vor schweren Zeiten

### Arbeitsmarkt vom Sonderfaktor ukrainischer Flüchtlinge geprägt

Deutscher Arbeitsmarkt weiter robust, Sonderfaktor ukrainische Kriegsflüchtlinge **23**



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Seit 1. Juni können erwerbsfähige Flüchtlinge aus der Ukraine über die Jobcenter Sozialleistungen beziehen (zuvor nach Asylbewerberleistungsgesetz) und werden damit auch in der Arbeitsmarktstatistik erfasst. Dies führte vor allem im Juni zu einem sprunghaften Anstieg (+133.000) der saisonbereinigten Arbeitslosenzahl. Nach +45.000 im Juli kletterte sie im August um weitere 28.000 auf knapp 2,5 Mio. bzw. eine Quote von 5,5%. Im Gesamtjahr dürfte die deutsche Arbeitslosenquote auf 5,3% (2021: 5,7%) zurückgehen und im Jahr 2023 wieder leicht auf 5,5% ansteigen.

Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung und die Erwerbstätigkeit insgesamt entwickelten sich in Q2 weiter positiv und erreichten in saisonbereinigter Rechnung neue Höchststände. Die Erwerbstätigenzahl legte um 133.000 (0,3% ggü. Vq.) zu, auf knapp 45,5 Mio. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung kletterte auf knapp 34,5 Mio. (+122.000, 0,4% ggü. Vq.).

### Sonderfaktor ukrainische Kriegsflüchtlinge

Bis August wurden rund 393.000 erwerbsfähige ukrainische Staatsangehörige erfasst, die nach SGB II unterstützt werden. Davon waren knapp 199.000 (inkl. SGB III: 201.000) als arbeitslos registriert. Wird dieser Sonderfaktor herausgerechnet, ergibt sich für die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl im August ein Anstieg von 8.000, nach -3.000 im Juli und +21.000 im Juni.

### Wachsende Konjunktursorgen vor Lohnrunde im Herbst

Angesichts der inflationsbedingt hohen Kaufkraftverluste haben die Arbeitnehmervertreter in den anstehenden Tarifverhandlungen kräftige Lohnforderungen auf den Tisch gelegt. Die IG Metall hat ihre Forderungen für die etwa 3,8 Mio. Tarifbeschäftigten der Metall- und Elektroindustrie (bisheriger Vertrag bis 30. Sep.) sowie für rund 125.000 Arbeitnehmer der Volkswagenwerke (Nov.) auf 8% hochgeschraubt. Für die im Dezember beginnenden Verhandlungen im Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden deutet sich eine Forderungshöhe von etwa 10% an.

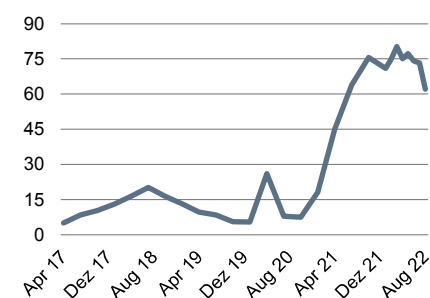
Vor allem in den Industrieunternehmen pocht die Arbeitnehmerseite vorwiegend auf eine Beteiligung an den bereits erwirtschafteten Gewinnen. Die spürbare Eintrübung der Geschäftsaussichten dürfte aber für die Arbeitgeberseite Anlass genug sein, erst einmal mit zurückhaltenden Angeboten in die Verhandlungen zu gehen. Die von der Bundesregierung angekündigte Freistellung inflationsbezogener Sonderzahlungen (max. EUR 3.000) von Steuer und Sozialversicherungsabgaben könnte die Tarifeinigung unterstützen. Dennoch wird die Arbeitnehmerseite nicht ohne nennenswerte Tabellenanhebungen zufrieden sein, da das schon erreichte Verbraucherpreisniveau nicht zurückgehen dürfte. Im Jahr 2022 dürften die Tariflöhne um 3% ansteigen und in 2023 um mindestens 4 ½% zulegen. Unter Berücksichtigung möglicher Sonderzahlungen könnten die Effektivlöhne im kommenden mit gut 6% spürbar kräftiger zulegen. Die Lohndrift würde dann etwa bei knapp 2 %-Punkten liegen.

### Deutsche Industrie in der Gas-Krise

Die wirtschaftliche Entwicklung des Verarbeitenden Gewerbes ist momentan von Extremen geprägt. Einerseits liegt der Auftragsbestand nach jüngsten Daten (Juni) auf Rekordniveau, andererseits entspannen sich die Engpässe bei Vorleistungsgütern nur langsam. Laut ifo-Institut meldeten im August noch 62% (Juli: 73,3%) der befragten Industrieunternehmen Materialknappheiten. Der

Leichte Entspannung bei Lieferenpässen, aber noch keine Entwarnung **24**

Index\* für Knappheit von Vorprodukten im Verarb. Gew., DE, Anteil der Nennungen, %



Quelle: ifo

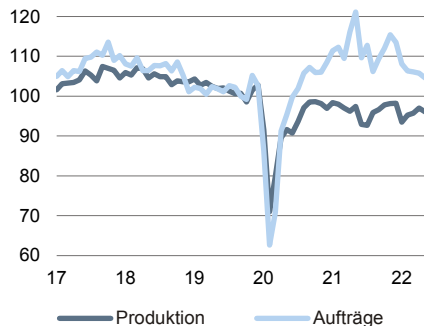


## Kreditboom in Q2 2022, Konjunktur vor schweren Zeiten

Industrieproduktion stockend in Q2, Auftragsengänge schwächen sich ab

25

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

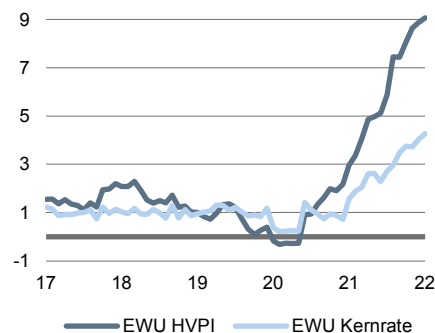


Quelle: Statistisches Bundesamt

Inflation in der EWU setzt die EZB unter Zuzwang

26

% ggü. Vj.



Quelle: Eurostat

massive Preisanstieg bei Erdgas und Strom dämpft die (internationale) Wettbewerbsfähigkeit und dürfte den Abbau der Auftragsbestände zusätzlich behindern. Für den von uns bislang erwarteten Rückgang der Industrieproduktion um 1% in 2022 haben sich die Abwärtsrisiken zuletzt deutlich ausgeweitet.

Die aktuelle Gas-Krise und der Wechsel von relativ günstigem (russischem) Pipelinegas zu teurerem LNG könnte einen Strukturwandel für den Industriestandort und das exportorientierte Geschäftsmodell Deutschlands bedeuten. Die energieintensiven Sektoren am Anfang der industriellen Wertschöpfungskette werden weiter unter Druck geraten. Wir erwarten, dass der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung in den nächsten Jahren sinken wird. Im Jahr 2016 lag er noch bei 22,9% und ist inzwischen bereits auf 20,2% (2021) zurückgegangen.

### Inflation setzt EZB unter Zugzwang, 75 Bp. im Oktober erwartet

Wie von uns erwartet hat die EZB im September die Leitzinsen um 75 Basispunkte (Bp.) angehoben. Mit dem größten einzelnen Zinsschritt, den die EZB bislang vollzogen hat, liegt der Einlagensatz nun bei 0,75% (Refi-Satz: 1,25%). Die jüngsten Inflationsdaten für die Eurozone (vorl. Aug: 9,1% gg. Vj.) und die drohende Entankerung der Inflationserwartungen dürften dazu beigetragen haben, dass sich der EZB-Rat offenbar entschieden hat, den Ausstieg aus der akkommodierenden Politik schneller voranzutreiben. Mit dem Aussetzen der russischen Gaslieferungen durch Nord Stream 1 und trotz des Gegenwindes für das Wirtschaftswachstum ist die Inflation „...viel zu hoch ... und (wird) voraussichtlich für längere Zeit über dem Zielwert bleiben...“, so EZB-Präsidentin Lagarde während der Pressekonferenz am 8. September.

Da sich die EZB-internen Prognosen unseren eigenen Erwartungen weitgehend angenähert haben – vor allem bei der Kerninflation – halten wir nun im Oktober eine Anhebung um weitere 75 Bp, für wahrscheinlich. Grundsätzlich will die EZB ihre Entscheidungen datengetrieben von Sitzung zu Sitzung treffen. Die Äußerungen von Präsidentin Lagarde deuten auf einen noch schnelleren Zinserhöhungszyklus, als wir es vor der September-Sitzung erwartet hatten.

Wir halten an unserer Prognose für den Zielwert des Einlagensatzes von 2,5% fest. Er dürfte nun mit insgesamt vier weiteren Zinsschritten erreicht werden, und zwar 75 Bp. im Oktober, 50 Bp. im Dezember und je 25 Bp. bei den ersten beiden Sitzungen im Jahr 2023 (Februar und März). Damit wäre der Zielwert Ende Q1 2023 erreicht. Wir sehen dies im Einklang mit den jüngsten Äußerungen von Präsidentin Lagarde, die fast einer Forward guidance gleichkamen

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.