



# Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus

31. März 2021

## Autoren

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

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

## Editor

Stefan Schneider

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

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

DB Research Management  
Stefan Schneider

## Unternehmensfinanzierung

**Kreditgeschäft flaut 2020 ab, sogar Stagnation in der Industrie.** Im Schlussquartal legte das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen nur noch um EUR 4,4 Mrd. (0,3%) zu, sodass sich im Gesamtjahr ein Plus von 4% ergab, der geringste Anstieg seit 2017. Die Kreditvergabe an die Industrie rutschte in die Stagnation, während sie sich bei Dienstleistern nur moderat verlangsamte und bei Selbstständigen sogar beschleunigte. Viele konjunktursensible Branchen lagen im Minus, nicht jedoch Maschinenbau/Auto. Krisenhaftes, zweistelliges Wachstum verzeichneten nur Verkehr (inkl. Reiseveranstalter) und Tourismus/Gastronomie, nicht zuletzt dank staatlicher Hilfskredite. Auch in Q4 schichteten die Unternehmen von kurz- in langfristige Kredite um. Förderbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken hängten die Landesbanken und privaten Kreditbanken (einschließlich Auslandsbanken) ab. Die Zinsen blieben unter Druck und fielen auf der Einlagenseite auf neue Allzeittiefs – dennoch expandierte das Einlagenvolumen dynamisch um 8,4% gegenüber Vorjahr, so stark wie seit der Finanzkrise nicht mehr.

**Finanzierungsalternativen: Anleiheemissionen brechen 2020 alle Rekorde, auch Aktiengeschäft läuft gut.** Netto wurden neue Anleihen in Höhe von EUR 41 Mrd. emittiert, mit Abstand ein neuer Bestwert und fast so viel wie der Anstieg des Kreditvolumens (EUR 56 Mrd.). Dank einer Vielzahl mittelgroßer Kapitalerhöhungen kam auch das Aktiengeschäft auf ein gutes Ergebnis. Commercial Paper und das Leasing hatten dagegen mit Gegenwind zu kämpfen.

## Konjunktur

**Mit einem Wachstum von 0,3% ggü. Vq. zeigte sich die deutsche Wirtschaft in Q4 noch überraschend stabil.** Während der private Verbrauch infolge des erneuten Lockdowns einen deutlichen Rückgang verzeichnete, kamen vom Außenhandel, von den Bauinvestitionen sowie von den Vorratsveränderungen positive Wachstumsimpulse. Im Gesamtjahr 2020 schrumpfte die deutsche Wirtschaftsleistung um 4,9% und damit deutlich weniger als in der gesamten EWU.

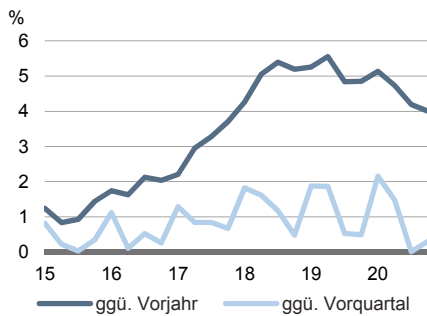
**Der seit Jahresbeginn 2021 weiter bestehende Lockdown dürfte in Q1 zu einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 2% ggü. Vq. führen.** Mit höherer Impfdynamik und unterstützt durch saisonale Effekte ist eine Verbesserung der gesundheitlichen Lage ab Q2 zu erwarten. Damit dürfte eine konjunkturelle Erholung einsetzen, die im Verlauf des Sommerhalbjahres an Fahrt gewinnt. Der private Verbrauch könnte dann vom Abschmelzen der in zusätzlicher Ersparnis aufgestauten Kaufkraft profitieren. Die deutsche Industrie dürfte von der florierenden Weltkonjunktur weiterhin positive Impulse erfahren. Für das Gesamtjahr 2021 erwarten wir nun ein BIP-Wachstum von 3,7%.



## Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

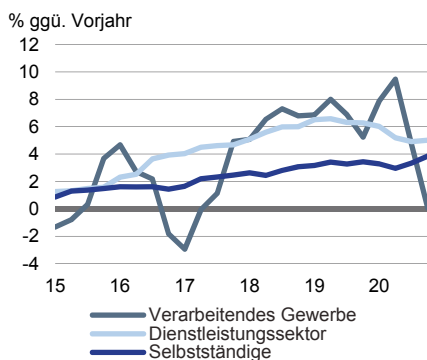
## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige in Deutschland hat sich im Schlussquartal 2020 mit einem Plus von EUR 4,4 Mrd. bzw. 0,3% gegenüber September weiter leicht abgeschwächt. Im Gesamtjahr lag der Zuwachs bei 4% und damit so niedrig wie seit 2017 nicht mehr. Allerdings ist das Kreditvolumen bislang trotz der Corona-Krise noch in keinem Quartal zurückgegangen und hat sich damit relativ robust gezeigt. Nicht zuletzt angesichts der starken Vergleichswerte aus dem ersten Halbjahr 2020 ist auch in nächster Zeit mit einem anhaltenden Rückgang der Wachstumsraten zu rechnen, bevor sich die Dynamik zum Jahresende hin und darüber hinaus mit zunehmender Überwindung der Pandemie und der einsetzenden wirtschaftlichen Erholung verbessern könnte (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

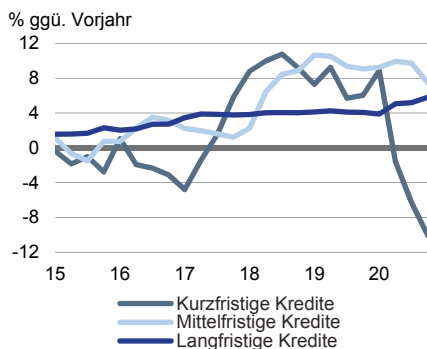


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** insgesamt hat sich das Kreditgeschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen in Q4 behauptet, trotz eines Minus von EUR 13 Mrd. bzw. 0,3% im Quartalsvergleich. Für 2020 stand unter dem Strich eine Zunahme von 5,5% zu Buche, die höchste seit der Finanzkrise. Dabei gab es erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Während in Deutschland der Boom abflaute, erhöhte sich das schon zuvor ordentliche Expansionstempo in Frankreich noch weiter und in Italien und Spanien wurde aus einer Schrumpfung ein kräftiges Kreditplus.

... nach Fristigkeit\*

3



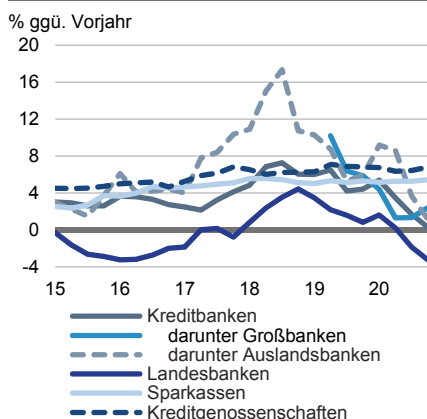
\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich der verschiedenen **Branchen** in Deutschland setzte sich der Absturz der Kredite an das Verarbeitende Gewerbe fort, während die Produktion deutlich Fahrt aufnahm. Nach einem erneut heftigen Rückgang im letzten Quartal stagnierte das Geschäft im Gesamtjahr, verglichen mit +5-6% in den Jahren vor der Krise. Trotz zum Teil deutlicher Einbrüche in der Wertschöpfung in Q4 war die Kreditvergabe im Dienstleistungssektor mit einem Anstieg von 5% gegenüber Vorjahr (vor Corona: 6-7%) deutlich lebhafter (wohl auch um Liquiditätseingpässe zu überbrücken). Letzteres gilt ebenso für das Kreditgeschäft mit Selbstständigen, das sich auf +3,9% gegenüber Vorjahr beschleunigte, den besten Wert seit der Euro-Einführung. Durch die wiederholte Verlängerung des Lockdowns dürfte sich jedoch gerade in diesem Sektor die Situation verschärfen, was zunehmende Kreditrisiken für die Banken bedeuten würde (zumindest für Altkredite).

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bei den einzelnen Industriebranchen kam die Kernbranche Maschinenbau/Auto nach einem wilden Auf und Ab im Gesamtjahr noch auf einen Zuwachs von 4,2%, wohingegen die meisten anderen konjunktursensiblen Wirtschaftszweige ins Minus rutschten (Metall -5,5%; Chemie -2,2%; Elektrotechnik -2,1%).

Unter den Dienstleistungsbranchen hielt die starke Expansion bei Wohnungsunternehmen unverändert an (+6,9%), bei den wegen der Corona-Auswirkungen im Blickpunkt stehenden Gewerbeimmobilien zog die Kreditvergabe dagegen bemerkenswerterweise an (+4,8%). Auch eher ein Krisensymptom dürfte das 10%ige Plus bei Tourismus/Gastronomie sein, der höchste Wert seit dem Wiedervereinigungsboom Anfang der 1990er. Eine spürbare Verlangsamung verzeichneten dagegen sowohl die unternehmensnahen Dienstleistungen (Telekom/Beratung/Werbung) (+4,4%) als auch die Beteiligungsgesellschaften (+4,7%), die vor der Krise viel Kapital eingesammelt hatten. Paradoxiereise fast gar nicht betroffen zeigte sich in der Pandemie das Kreditgeschäft mit der Gesundheitsbranche (+2,1%).

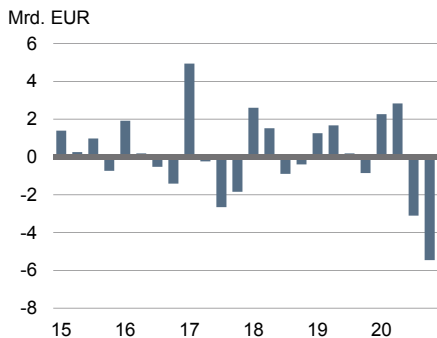
Gleiches galt bei den sonstigen Branchen – hier wenig überraschend – für die Landwirtschaft (+2,1%) und den weiter rundlaufenden Bau (+7,2%), während der Handel deutlich ins Minus rutschte (-3,6%). Letzteres könnte durchaus auf eine gewisse Kreditklemme hinweisen, da sich die Perspektiven für die Branche



## Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



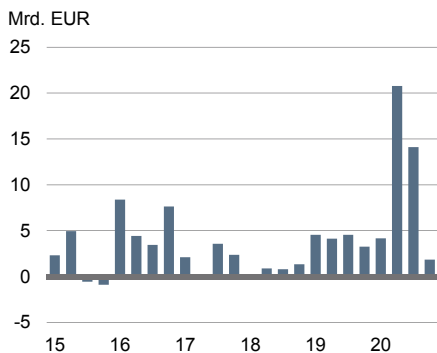
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

angesichts von wohl dauerhaften Verschiebungen weg vom stationären hin zum Online-Einzelhandel verschlechtert haben dürften. Das Kreditwachstum mit Verborgern/Bergbau und dem Verkehr legte dagegen beträchtlich zu, auf 3,4% bzw. sogar 19%, was auch an staatlichen Rettungspaketen für große Reiseveranstalter und vermutlich steigender Verschuldung von Eisenbahnunternehmen lag, die beide unter geringen Einnahmen leiden.

Die verschiedenen **Fristigkeiten** drifteten zuletzt verstärkt auseinander: Kurzfristige Ausleihungen gingen um über 10% gegenüber Vorjahr zurück, dafür erhöhten sich die Kredite mit mehr als 5-jähriger Laufzeit um 5,8% und damit so kräftig wie seit der New-Economy-Blase nicht mehr. Sie stehen mittlerweile für mehr als drei Viertel des gesamten Kreditbuchs mit Unternehmen und Selbstständigen. Bei den mittelfristigen Krediten ließ das sehr hohe Expansionstempo etwas nach, auf 7,4%.

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

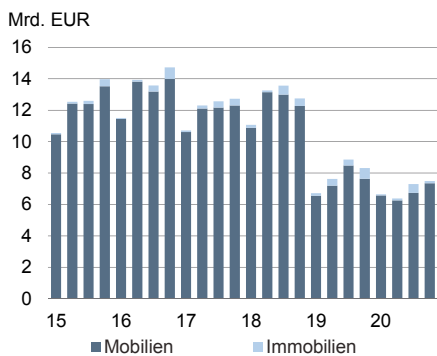
Auch im Kreditgeschäft der einzelnen **Bankengruppen** ist eine zunehmende Differenzierung zu beobachten. Ihre gegenwärtige Spitzenposition bauten die staatlichen Förderbanken (einschließlich DZ Bank) dank zahlreicher Hilfskredite an Corona-getroffene Unternehmen aus, sodass ihr Kreditvolumen Ende Dezember um ganze 14,5% über dem Vorjahresniveau lag. Trotzdem kommen sie weiterhin nur auf den kleinsten Marktanteil aller großen Bankengruppen (6,5%). Ebenfalls unverändert schwungvoll entwickeln sich Kreditgenossenschaften (+ 6,8%) und Sparkassen (+5,4%), die auf Marktanteile von 21,5% bzw. 31,1% und damit mehr als die Hälfte des Gesamtmarkts kommen. Vor einem Jahrzehnt waren es gerade einmal rund 40%, eine bemerkenswerte Verschiebung in einem eigentlich saturierten Markt.

Auf der anderen Seite fielen die privaten Kreditbanken und die Landesbanken weiter zurück. Die Großbanken schafften es immerhin noch, sich in H2 auf möglichem Niveau zu stabilisieren (+2,4% ggü. Vj., Marktanteil: 11,3%), während die Wachstumsrate der Auslandsbanken auf nur 1,2% und damit den niedrigsten Stand seit 2014 sank (Marktanteil: 9,5%). Möglicherweise wiederholt sich hier das aus früheren Krisen (und Boomphasen) bekannte prozyklische Verhalten. Das Schlusslicht bilden einmal mehr die Landesbanken (-3,2% ggü. Vj.). Ihr Marktanteil von lediglich noch 8,9% ist nach einem Jahrzehnt des Schrumpfens der geringste seit der Deutschen Einheit.

Das Kreditplus der Förderbanken im vierten Quartal war im Wesentlichen auf den Verkehr zurückzuführen, bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken waren es vor allem Wohnungsunternehmen und Telekom/Beratung/Werbung sowie bei den Sparkassen auch Gewerbeimmobilienfirmen. Bei den Großbanken stand einem erheblichen Rückgang bei Maschinenbau/Auto ein ebensolcher Zuwachs beim Verkehr gegenüber. Die Auslandsbanken erlitten im Maschinenbau/Auto ein drastisches Minus, auch die Landesbanken waren dort wenig erfolgreich, zudem in fast allen Dienstleistungsbranchen.

Leasinggeschäft, Neuvolumen\*

7



\* statistische Brüche in Q1 2017 und Q1 2019. Entspricht nicht dem Gesamtmarkt.  
Quelle: BDL

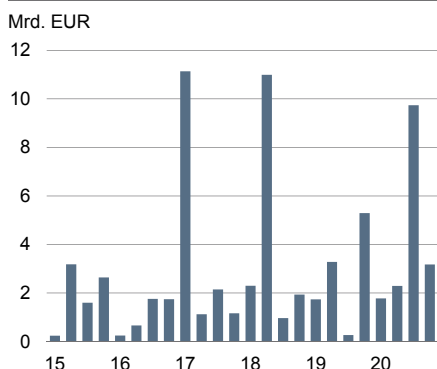
### Andere Finanzierungsquellen

Der Nettoabsatz von **Commercial Paper** durch Nichtbanken litt im traditionell eher schwachen zweiten Halbjahr offenbar besonders unter dem Boom bei Anleihen. Im Gesamtjahr stand so der nach 2014 zweitschlechteste Wert der letzten 10 Jahre zu Buche (EUR -3,5 Mrd.).

**Unternehmensanleihen** hingegen brachen 2020 alle Rekorde. Die Nettoemission von EUR 40,9 Mrd. war ganze 70% höher als beim bisherigen Allzeithoch im Jahr 2016. Und das trotz eines schwachen Q4, in dem der Markt erst einmal etwas verschnaufte. Im Eurogebiet insgesamt war das Bild recht ähnlich, auch hier wurde mit EUR 165 Mrd. im Gesamtjahr eine neue Bestmarke erreicht und der bisherige Rekord von 2009 aus der Finanzkrise übertroffen. Die erheblichen Käufe der EZB waren dabei sehr förderlich: Allein im letzten Vierteljahr erwarb

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



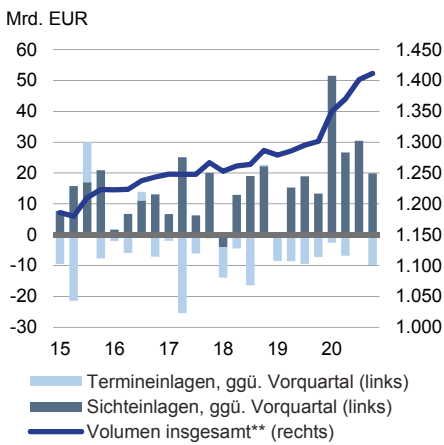
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus

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

die Notenbank EUR 14,4 Mrd. und damit mehr Papiere als überhaupt neu auf den Markt kamen (netto EUR 12,8 Mrd.).

Der Anleiheboom in Deutschland trägt übrigens tatsächlich dazu bei, dass sich die Finanzierungsstruktur der Unternehmen langsam, aber sicher verschiebt, weg vom klassischen Kredit, hin zum Kapitalmarkt: Der Anleihemarkt wuchs 2020 fast so kräftig wie das Kreditvolumen (EUR +55,7 Mrd.).

Das **Leasing** hat angesichts der im Gesamtjahr um gut 12% gesunkenen Investitionen ein schwieriges Jahr hinter sich. Unter dem Strich stand ein 10%iges Minus im Mobiliengeschäft, wobei das Volumen von EUR 26,9 Mrd. nicht den Gesamtmarkt abdeckt. Das wesentlich volatilere Immobiliensegment fiel mit EUR 884 Mio. (-46%) zum zweiten Mal seit der Finanzkrise unter die Schwelle von EUR 1 Mrd. Vor allem der Lockdown im Frühjahr und dessen Nachwehen in Q3 setzten dem Geschäft zu, welches sich zum Jahresende hin dank einer Belebung bei Pkw – und bereinigt um Sondereffekte – wenigstens wieder stabilisierte.

**Aktienemissionen** schnitten 2020 gut ab (EUR 17 Mrd.), vor allem aufgrund verschiedener Kapitalerhöhungen für Wachstum und Akquisitionen (interessanterweise weniger wegen Corona-bedingter Liquiditätsprobleme). Positiv auch: Es fanden viele mittelgroße Kapitalerhöhungen statt, anders als in den meisten Vorjahren, als große Deals einzelner Unternehmen dominierten. In Q4 gab es jeweils zwei nennenswerte Transaktionen im Maschinenbau und der Chemie/Pharma. Für Börsengänge war es allerdings das schwächste Jahr seit der Finanzkrise.

### Einlagenvolumen

Zwar entwickelten sich die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen im Schlussquartal eher unspektakulär, der Vorjahresvergleich erhöhte sich dennoch nochmals leicht auf +8,4%, den besten Wert seit 2009. Und das trotz immer negativerer Zinsen (siehe unten). Das Umschichten von Termin- in Sichteinlagen hielt an (Q4: EUR -10 Mrd. bzw. EUR +20 Mrd.).

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die generellen **Kreditstandards** für Unternehmen wurden in Q4 erneut leicht verschärft, wie netto 6% der Banken berichteten. Bei den Margen ging es etwas spürbarer aufwärts – 13% (22%) der Institute meldeten ein Plus bei durchschnittlichen (riskanteren) Ausleihungen. Im Euroraum als Ganzes war die Verschärfung stärker ausgeprägt (25%, der höchste Wert seit der Euro-Schuldenkrise). In den Margen schlug sich das allerdings kaum nieder, sondern vor allem in höheren Sicherheitsanforderungen.

Die **Kreditnachfrage** der deutschen Unternehmen nahm in Q4 kaum noch zu (6%), im Euroraum war sie sogar deutlich rückläufig (-12%), wie zuletzt 2013.

Für das **zu Ende gehende Quartal** prognostizieren die deutschen wie die EWU-Banken wieder eine nennenswerte Verschärfung der Kreditstandards (16%/20%). Für Deutschland wäre das so viel wie seit der Finanzkrise nicht mehr. Trotzdem bleiben die Banken für die Nachfrage optimistisch, wenn auch weniger als zuvor.

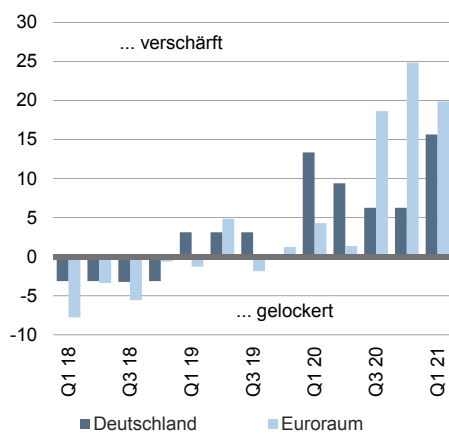
### Zinssätze

Das Zinsniveau legte zum Jahresende wieder den Rückwärtsgang ein. In den meisten **Kreditkategorien** (Neugeschäft) erodierte es um wenige Bp., abgesehen von mittleren Zinsbindungsfristen (1-5 Jahre: -13 Bp.), bei denen es auch zuletzt schon relativ stark geschwankt hatte. Die Zinsen für **Sicht- und Termineinlagen** rutschten weiter ab auf neue Rekordtiefs von -9 Bp. bzw. -39 Bp. (im Marktdurchschnitt!).

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

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

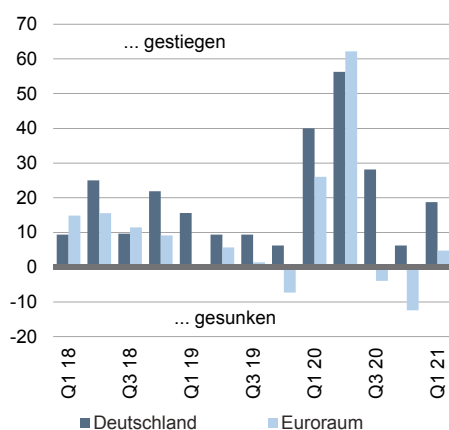


\* Q1 21 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

11



\* Q1 21 erwarteter Wert

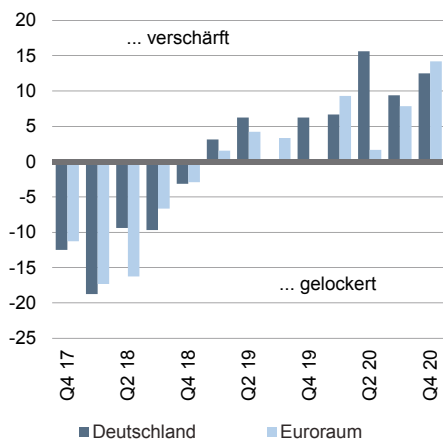
Quellen: Bundesbank, EZB



## Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

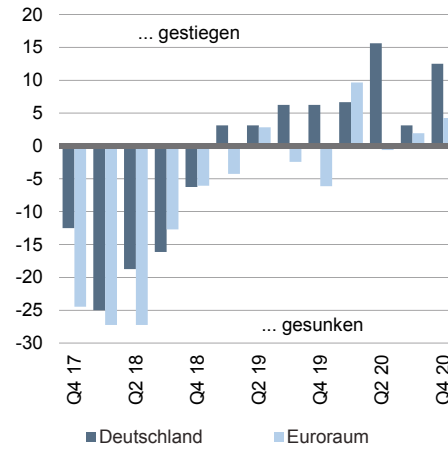
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

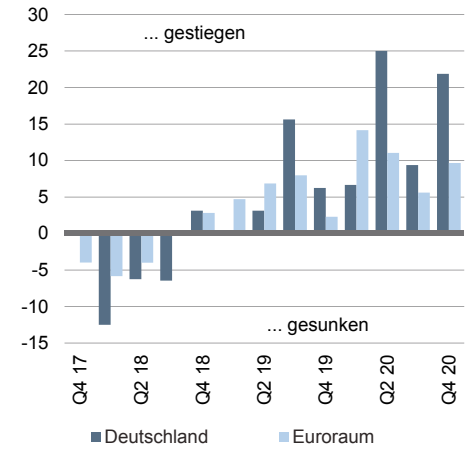
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

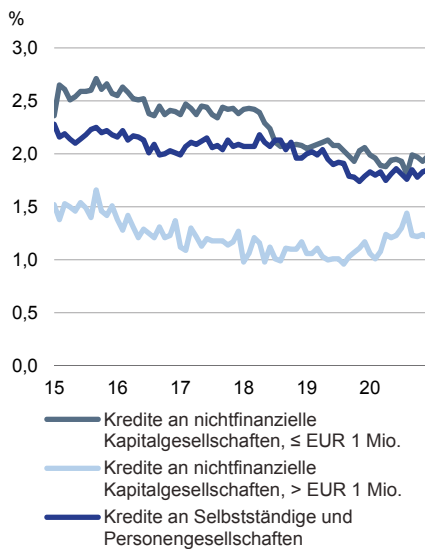
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

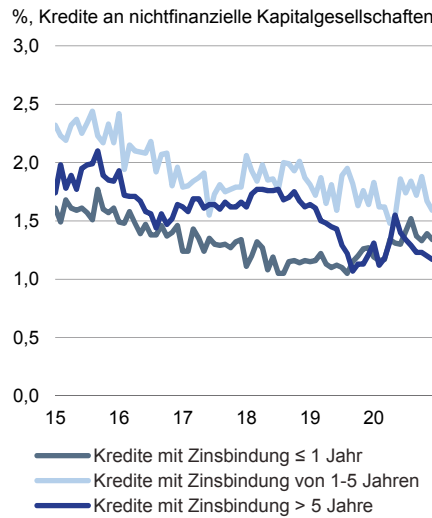
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

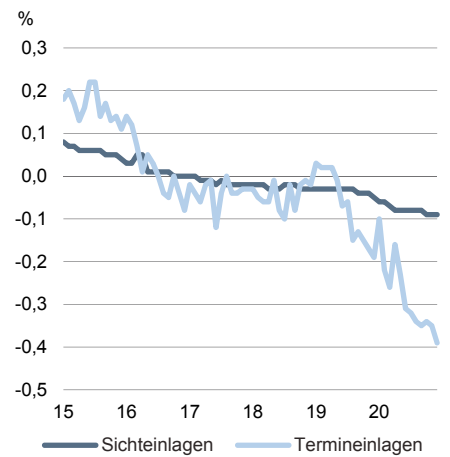
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



## Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus

### Deutschland: Konjunkturprognose 18

% ggü. Vj.	2020	2021P	2022P
Reales BIP	-4,9	3,7	4,2
Privater Konsum	-6,1	-0,3	4,7
Staatsausgaben	3,3	2,2	0,3
Anlageinvestitionen	-3,1	4,0	4,8
Ausrüstungen	-12,1	10,1	6,4
Bau	1,9	0,8	3,6
Lager, %-Punkte	-0,8	-0,7	-0,6
Exporte	-9,4	15,6	8,0
Importe	-8,5	11,1	7,6
Nettoexport, %-Punkte	-0,9	2,6	0,8
HVPI	0,4	2,3	1,1
Staatsverschuldung, % BIP	69,4	72,6	69,8
Arbeitslosenquote, %	5,9	6,0	5,8
Budgetsaldo, % BIP	-4,2	-5,9	-1,7

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Industrie hält deutsche Wirtschaft in Q4 über Wasser

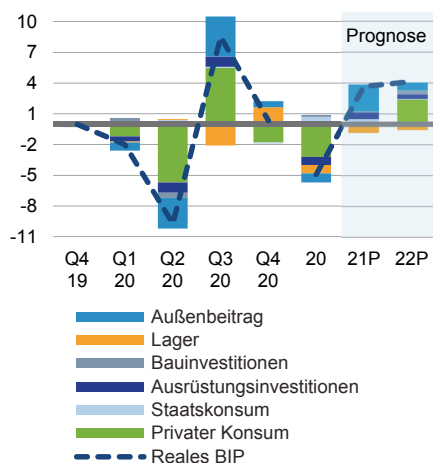
- Mit einem Wachstum von 0,3% ggü. Vq. zeigte sich die deutsche Wirtschaft in Q4 noch überraschend stabil. Während der private Verbrauch infolge des erneuten Lockdowns einen kräftigen Rückgang verzeichnete, sorgten der Außenhandel, die Bauinvestitionen sowie insbesondere die Vorratsveränderungen für positive Wachstumsimpulse. Im Gesamtjahr 2020 schrumpfte die deutsche Wirtschaftsleistung um 4,9% und damit deutlich weniger als in der gesamten EWU (-6,6%).
- Der seit Jahresbeginn 2021 weiter bestehende Lockdown dürfte in Q1 zu einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 2% ggü. Vq. führen. Mit höherer Impfdynamik und unterstützt durch saisonale Effekte ist eine Verbesserung der gesundheitlichen Lage ab Q2 zu erwarten. Damit dürfte eine konjunkturelle Erholung einsetzen, die im Verlauf des Sommerhalbjahres an Fahrt gewinnt. Für das Gesamtjahr 2021 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 3,7%.

## Deutsches BIP überrascht in Q4 mit leichtem Plus

Mit einem Wachstum von 0,3% ggü. Vq. (Konsens-Erwartungen: 0,0%) zeigte sich die deutsche Wirtschaft in Q4 2020 überraschend stabil. Nichtsdestotrotz lag das Niveau noch 2,7% unter dem Vorjahresstand. Angesichts des Mitte Dezember verschärften Lockdowns und der damit verbundenen Einschränkungen für den privaten Verbrauch (-3,3% ggü. Vq.) wäre sogar ein leichter Quartalsrückgang des BIP zu erwarten gewesen. Zudem waren auch die Konsumausgaben des Staates in Q4 (-0,5% ggü. Vq.) leicht rückläufig und dämpften das Wachstum um 0,1 %-Punkt. Verhindert wurde ein Schrumpfen der Wirtschaftsleistung unter anderem durch den regen Außenhandel, der zunehmend von der florierenden Weltkonjunktur getragen wird. Die deutschen Exporte legten in Q4 erneut um 4,5% ggü. Vq. (Q3: 18,0%) zu. Bereinigt um das Wachstum der Importe (3,7% ggü. Vq.), resultierte daraus ein positiver Außenbeitrag von 0,6 %-Punkten. Weiterer Rückenwind kam von den Bauinvestitionen. Sie legten in Q4 um 1,8% ggü. Vq. zu und stützten das BIP-Wachstum mit 0,2 %-Punkten. Die Ausrüstungsinvestitionen (Q4: -0,1% ggü. Vq.) und sonstige Anlagen (Q4: 0,6% ggü. Vq.) lieferten hingegen keine Wachstumsimpulse. Hervorzuheben ist die Entwicklung der Vorratsveränderungen, die ansonsten von eher untergeordneter Bedeutung sind. Mit 1,4 %-Punkten sorgten sie in Q4 jedoch für den höchsten Wachstumsbeitrag aller Verwendungskomponenten. Darin dürfte sich unter anderem das Aufstocken der Lagerbestände (Q3: -2 %-Punkte) nach dem Boom im Sommerhalbjahr 2020 widerspiegeln. In Q1 2021 ist eine Gegenbewegung zu erwarten, aus der ein negativer Wachstumsbeitrag resultieren würde.

### Außenhandel und Lageraufbau stabilisierten deutsche Wirtschaft in Q4 19

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Dritte Corona-Welle stoppt Konjunkturerholung, BIP-Prognose für 2021 auf 3,7% angepasst

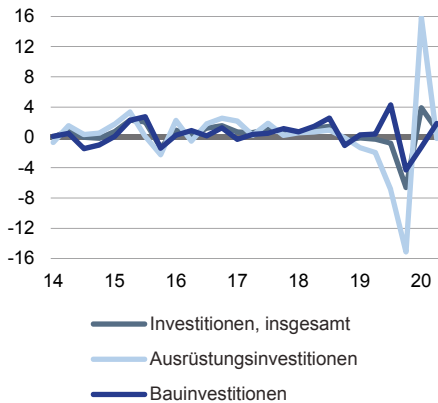
Die Entwicklung der Corona-Neuinfektionen führte zu einer Verlängerung des Lockdowns bis Ende Februar 2021. Nach einer teilweisen Lockerung im März wurde beschlossen, diese Öffnungsschritte vom 1. bis 18. April wieder zurückzunehmen. Die damit verbundenen Einschränkungen für die privaten Haushalte dürften die binnenwirtschaftliche Dynamik im Frühjahr spürbar gedämpft haben, sodass in Q1 ein Rückgang der Wirtschaftsleistung um 2% ggü. Vq. zu erwarten ist. Dafür geben die um kräftige 2 %-Punkte nach unten revidierten Einzelhandelsumsätze im Januar (-6,5% ggü. Vm.) einen ersten Anhaltspunkt. Neben dem Lockdown dürfte sich dabei auch das Ende der temporären Mehrwertsteuerensenkung negativ ausgewirkt haben. Einen kräftigeren Einbruch der Wirtschaftsleistung in Q1 dürfte starke Industriekonjunktur verhindern, die maßgeblich vom robusten globalen Umfeld gestützt wird.



## Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus

### Bauinvestitionen in Q4 aufwärtsgerichtet, Ausrüstungsinvestitionen fast unverändert 20

% ggü. Vq., sb.

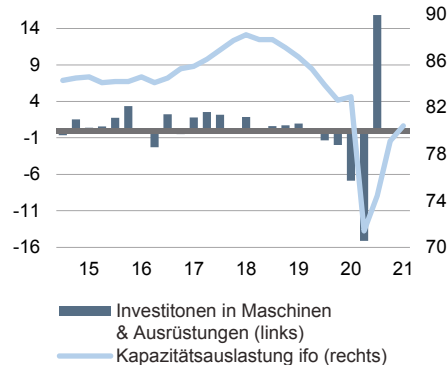


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Stabile Kapazitätsauslastung in Q4 spiegelt Konjunkturerholung wider 21

%, ggü. Vq.

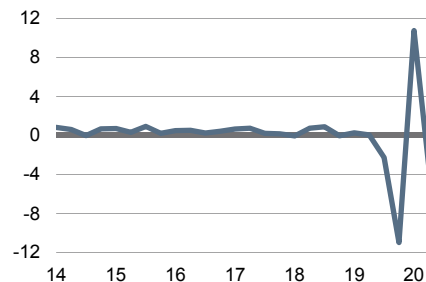
%, sb.



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

### Erneuter Lockdown in Q4 lässt privaten Verbrauch in Q4 einbrechen 22

%, ggü. Vq., sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Angesichts dieser Entwicklungen haben wir sowohl das Quartalsprofil als auch die Jahresprognose für das deutsche BIP angepasst. Die Prognose basiert unter anderem auf der Annahme einer Verbesserung des Pandemieverlaufs ab Q2 infolge einer höheren Dynamik bei den Impfungen sowie positiven saisonalen Effekten, wie sie bereits in Q2 2020 zu beobachten waren. Nach einem Rücksetzer in Q1 erwarten wir in Q2 den Beginn einer konjunkturellen Erholung. Infolge der in den April hinein ausgedehnten Einschränkungen dürfte die Wachstumsdynamik in Q2 mit +2% ggü. Vq. aber verhaltener ausfallen als zu Jahresbeginn bisher erwartet. In Q3 sollte die Erholung weiter an Kraft gewinnen und mit kräftigen 4% ggü. Vq. zu Buche schlagen. Der private Verbrauch dürfte dann auch von einem Abbau der während der Lockdown-Monate aufgestauten Kaufkraft profitieren. Im Gesamtjahr 2021 erwarten wir ein Wachstum des deutschen BIP von 3,7% (zuvor 4%), gefolgt von 4,2% in 2022.

## Bauinvestitionen robust, Ausrüstungsinvestitionen unverändert

Die Bruttoanlageinvestitionen waren zum Jahresende 2020 (Q4: 1% ggü. Vq., Q3: 3,9%) nur noch verhalten aufwärtsgerichtet. Allerdings sorgten nur die Bauinvestitionen (Q4: 1,8% ggü. Vq., Q3: -1,3%) für nennenswerte Wachstumsimpulse (0,2 %-Punkte). Dabei dürfte das Auslaufen der temporären Mehrwertsteuersenkung zum Jahresende zu Vorzieheffekten geführt haben. Zudem profitiert die Baubranche weiterhin von günstigen Fundamentalfaktoren (Niedrigzinsumfeld, Nachfrageüberhang) und ist von den Pandemie-bedingten Einschränkungen vergleichsweise wenig betroffen. Zu Jahresbeginn 2021 sorgten witterungsbedingte Einschränkungen für Behinderungen am Bau, was sich in einem temporären Rückgang der Kapazitätsauslastung widerspiegelte. In Kombination mit der Gegenbewegung zu den Vorzieheffekte dürfte es bei den Bauinvestitionen in Q1 zu einem merklichen Rücksetzer (DBR: -2% ggü. Vq.) kommen. Da die Auftragsbücher weiterhin gut gefüllt sind (durchschn. Reichweite (Dez. bis Feb.): 4,1 Monate), dürften die Bauinvestitionen in Q2 wieder Fahrt aufnehmen.

Die Ausrüstungsinvestitionen verharrten zum Jahresende 2020 (Q4: -0,1% ggü. Vq.) mehr oder weniger auf dem Vorquartalsniveau. Nach der außerordentlich kräftigen Aufwärtsbewegung im Vorquartal (Q3: +15,9% ggü. Vq.) konnte dies kaum überraschen. Zudem hatten auch die Pandemieentwicklung und der damit verbundene erneute Lockdown einen dämpfenden Einfluss auf das Investitionsklima. Im Gegensatz dazu ist mit dem florierenden Welthandel ein entscheidender Treiber der Ausrüstungsinvestitionen intakt. Für den Jahresbeginn signalisieren sowohl die aufwärtsgerichtete Kapazitätsauslastung (2020 Q4: 79,1%, 2021 Q1: 80,4%) als auch der Einkaufsmanagerindex für die Industrie (PMI Produktionserwartungen Q1: 69 Pkt., +3,5 ggü. Vq., Exportneuaufträge Q1: 63,1 Pkt., +4,1 ggü. Vq.) sowie die ifo Exporterwartungen (März: 24,9 Pkt., 11-Jahreshoch) eine Belebung der Ausrüstungsinvestitionen. Allerdings deutet die Schwäche der inländischen Investitionsgüterumsätze im Dezember und Januar auf eine derzeit noch begrenzte Aufwärtsdynamik.

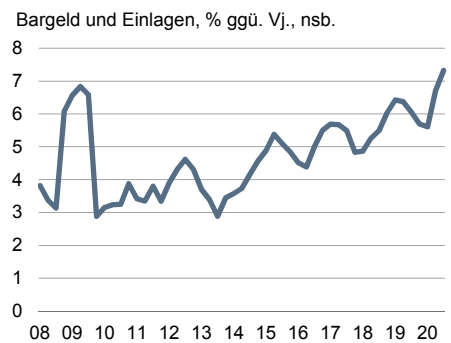
## Verschärfter Lockdown lässt privaten Verbrauch einbrechen

Der private Verbrauch wurde vor allem von der Verschärfung des Lockdowns im Dezember spürbar in Mitleidenschaft gezogen und reduzierte die deutsche Wirtschaftsleistung in Q4 um deutliche 1,8 %-Punkte. Nachdem die Nachfrage nach personenbezogenen Dienstleistungen bereits im November von den erneuten Maßnahmen betroffen war, litt insbesondere das Weihnachtsgeschäft im stationären Einzelhandel unter deren Ausweitung. Davon profitierte jedoch der Onlinehandel spürbar und konnte in Q4 knapp 9% ggü. Vq. zulegen (Einzelhandel



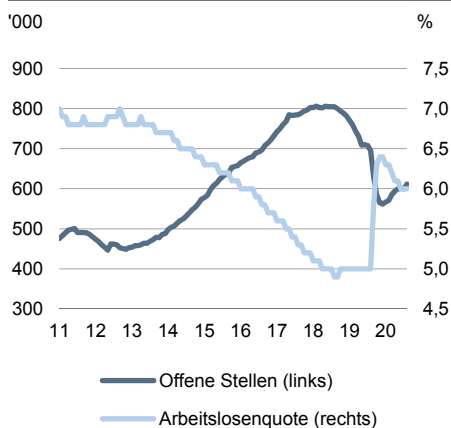
## Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus

### Deutsche Haushalte horten Barvermögen während des Lockdowns 23



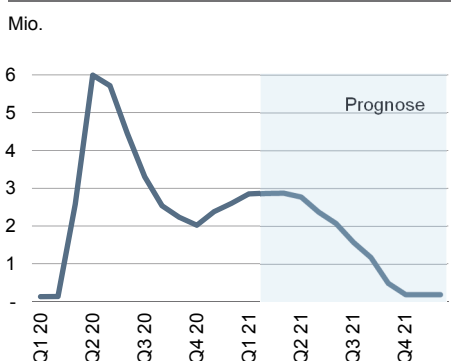
Quelle: Deutsche Bundesbank

### Arbeitsmarkt stabil, aber gestützt durch Kurzarbeit 24



Quelle: Deutsche Bundesbank

### Erwartete Entwicklung der Kurzarbeit 25



Quellen: Arbeitsagentur, ifo Institut, Deutsche Bank Research

insg. knapp 1% ggü. Vq.). Im Gegenzug zu den eingeschränkten Konsummöglichkeiten stieg die Sparquote erneut auf 17,7% an, wie es bereits in Q2 2020 (20,3%) zu beobachten war. Spiegelbildlich zur Lockerung im Sommer des Vorjahres dürfte auch mit einer Rückführung des laufenden Lockdowns ein Abschmelzen dieser zusätzlichen Ersparnisse einsetzen. Die Auflösung dieses Konsumstaus könnte dann im Sommerhalbjahr ein spürbarer Treiber der Konjunkturerholung werden. Zuvor dürfte der private Verbrauch in Q1 aber infolge des verlängerten Lockdowns um rund 4,5% ggü. Vq. zurückgehen. Auch vom Ende der temporären Mehrwertsteuersenkung ist ein dämpfender Effekt zu erwarten, vor allem hinsichtlich der Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern. Im Gesamtjahr 2021 dürfte der private Konsum um 0,7% ggü. Vj. zulegen.

Die Einkommenssituation der privaten Haushalte wurde im Winterhalbjahr weiterhin massiv durch Sozialversicherungsleistungen im Rahmen des Kurzarbeitergeldes und die Hilfen für Soloselbstständige gestützt. Infolgedessen legten die Masseneinkommen um 2,9% ggü. Vj. zu, obwohl die Nettolöhne und -gehälter (0,2% ggü. Vj.) in Q4 nahezu stagnierten. Damit wurde auch der deutliche Einbruch bei den Betriebsüberschüssen sowie bei den Selbstständigen- und Vermögenseinkommen aufgefangen, sodass die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte in Q4 noch mit 0,3% ggü. Vj. aufwärtsgerichtet blieben. Mit dem anhaltenden Lockdown dürfte sich dieses Muster in Q1 fortgesetzt haben, wengleich der Wegfall des Solidarzuschlages einen zusätzlichen positiven Impuls für geringe und mittlere Einkommen darstellt. Mit der erwarteten Konjunkturerholung ab Q2 wird sich das Verhältnis der Einkommenskomponenten dann wieder normalisieren. Die Kaufkraft der Haushalte dürfte im Jahresverlauf von der von uns erwarteten Eurostärke profitieren. Die weiter aufwärtsgerichtete Energiepreisentwicklung dürfte dämpfend wirken. Von der Tariflohnentwicklung sind im laufenden Jahr vergleichsweise schwache Impulse (gut 1 ½%) zu erwarten. Wie das jüngste Ergebnis in der Metall- und Elektroindustrie zeigt, wird der Arbeitsplatzsicherung hohe Priorität eingeräumt. Das dürfte sich auch in den Tarifverhandlungen für den krisengeschüttelten Einzelhandel widerspiegeln.

### Arbeitsmarkt dank staatlicher Unterstützung weiterhin stabil

Der deutsche Arbeitsmarkt zeigte sich im Schlussquartal 2020 ausgesprochen robust. Die um saisonale Einflüsse bereinigte Arbeitslosenzahl ging um 86.000 Personen zurück (Q4: 2,816 Mio., Q3: 2,902 Mio.). Damit sank die Arbeitslosenquote in Q4 um 0,2 %-Punkte auf 6,1%. Der positive Trend setzte sich auch zu Beginn von Q1 2021 (-69.000, Quote: 6,0%) fort. Dabei muss aber berücksichtigt werden, wie sehr die Arbeitsmarktlage nach wie vor von Kurzarbeit gestützt wird. Das ifo Institut schätzt, dass die Zahl der Kurzarbeiter im Februar wieder auf rund 2,8 Mio. gestiegen ist, nachdem sie im Oktober vergangenen Jahres bereits auf rund 2 Mio. zurückgegangen war. Vor allem in weiten Bereichen des Einzelhandels und im Gastgewerbe verdeckt die Kurzarbeit die von den Pandemie-bedingten Einschränkungen beeinträchtigte Lage. In diesem Umfeld blieb die Erwerbstätigkeit in Q4 (44,59 Mio.) nahezu unverändert und lag damit 1,6% niedriger als im Vorjahresquartal. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten zeigte hingegen eine aufwärts gerichtete Dynamik (Q4: 0,3% ggü. Vq.) und lag mit knapp 33,6 Mio. nur 0,3% unter dem Vorjahresniveau. Die Frühindikatoren für den deutschen Arbeitsmarkt (IAB- und ifo-Barometer sowie PMI-Komponenten) deuten für Q2 auf eine aufwärtsgerichtete Beschäftigungsentwicklung, vor allem in der Industrie und bei den Dienstleistungsunternehmen. Dennoch dürfte die Kurzarbeit auch im Jahr 2021 kaum unter ein jahresdurchschnittliches Niveau von gut 1,5 Mio. zurückgehen. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahresdurchschnitt von 2021 leicht auf 6,0% ansteigen und im Jahr 2022 auf 5,8% sinken.



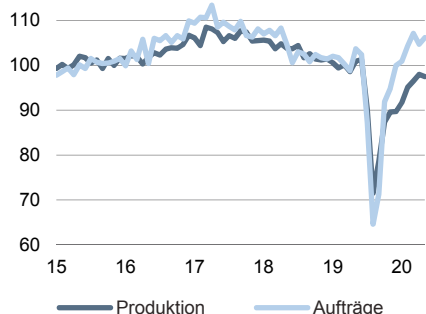


## Kreditvergabe und deutsches BIP in Q4 2020 leicht im Plus

Industrieproduktion zu Beginn von Q4  
weiter auf Erholungskurs

26

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

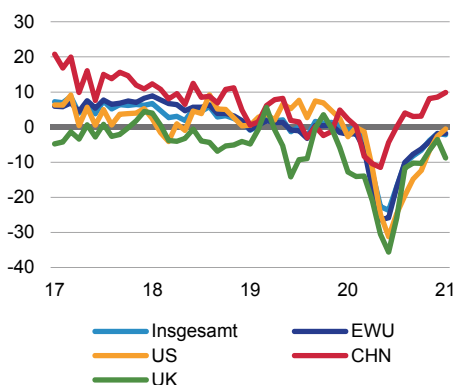


Quelle: Statistisches Bundesamt

Welthandel stützt deutsche Konjunktur  
in Q4: Ausfuhr nach Regionen

27

% ggü. Vj., gleitender 3-m Durchschnitt



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

## Welthandel hält deutsche Industrieproduktion weiter in Schwung

Getragen vom globalen Konjunkturaufschwung legte die deutsche Industrie einen beachtlichen Jahresendspurt hin. Die Produktion legte in Q4 um 6,9% ggü. Vq. zu. Im Vorjahresvergleich der Ursprungsdaten lag der Ausstoß nur knapp 1% unter Q4 2019, dem letzten Quartal vor der Pandemie. Der schwache Jahresauftakt 2021 (Industrieproduktion: -0,5 % ggü. Vm.) war im Wesentlichen von einem starken Produktionsrückgang in der Automobilindustrie (Jan: -12,1% ggü. Vm.) verursacht, der von Zulieferengpässen bei Halbleitern herrührte. Im Gegensatz dazu legte bspw. der Maschinenbau im Januar (+9,7% ggü. Vm.) kräftig zu. Für den weiteren Quartalsverlauf deuten prall gefüllte Auftragsbücher (Q4: 6,9% ggü. Vq.) auf eine weiter aufwärtsgerichtete Entwicklung. Vor allem die Bestellungen aus den Regionen außerhalb der Eurozone legten mit 9,5% ggü. Vq. kräftig zu. Vor diesem Hintergrund kann es kaum verwundern, dass die vorlaufenden Stimmungsindikatoren (PMI Industrie und ifo Geschäftsklima) für Q2 großen Optimismus signalisieren. Dennoch sollten die Unsicherheiten infolge des globalen Pandemieverlaufs nicht vernachlässigt werden. Mit Blick auf die Lieferketten könnten Werksschließungen zu branchenspezifischen Produktionsausfällen führen. Im Gesamtjahr 2021 erwarten wir einen Anstieg der deutschen Industrieproduktion um 8%, nach einem Rückgang von gut 10% in 2020.

## EZB will mehr Tempo bei Anleihekäufen im Rahmen des PEPP

Am 11. März hat die EZB angekündigt, das Tempo der Anleihekäufe im Rahmen des PEPP bis Ende Q2 deutlich zu erhöhen. Dies kann als Reaktion auf die jüngsten Renditeanstiege gesehen werden. Wir erwarten ein Kaufvolumen von etwa EUR 75 Mrd. EUR pro Monat, gegenüber ca. EUR 55-60 Mrd. in Q1. Das ungenutzte Volumen des PEPP (insg. EUR 1,85 Bill.) beträgt fast EUR 1 Bill. Während die EZB ihre Projektionen für das BIP und die Inflation in der Eurozone nahezu unverändert beließ, gab es bei den Details mehr Optimismus. Die Kerninflation für 2023 wurde um 0,1 %-Punkte nach oben revidiert. Auch die Risikoeinschätzung wurde in Summe positiver. Zudem wurden die positiven Auswirkungen des jüngsten US-Konjunkturpakets noch nicht berücksichtigt. Die EZB ist weiterhin bestrebt, günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten, denn trotz der sich verbessernden Risikobilanz bleibt der Inflationsausblick unter dem EZB-Ziel. In diesem Kontext werden auch die Nettoankäufe im Rahmen des APP-Programms in einem monatlichen Umfang von EUR 20 Mrd. fortgesetzt. Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben unverändert bei 0,00%, 0,25% bzw. -0,50%. Auf absehbare Zeit erwarten wir hier keine Anpassungen.

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

© Copyright 2021. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapur 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.