



# Starkes Kreditgeschäft, fragile Konjunktur in Q1 2022

15. Juni 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

**Steigende Kosten und hohe Unsicherheit treiben Liquiditätsbedarf in die Höhe.** Der Krieg Russlands gegen die Ukraine und die sich gravierend beschleunigende Inflation haben die Kreditnachfrage der Unternehmen im ersten Quartal weiter angeschoben. Das Kreditvolumen legte um 2,2% (Rekord vom Beginn der Corona-Pandemie damit eingestellt) gegenüber dem Jahresende 2021 zu; im Vorjahresvergleich steht ein Plus von 4,9% zu Buche. Der Anstieg entfiel v.a. auf die kurzfristigen Ausleihungen und die Industrie sowie Versorger/Bergbau und den Bau. Unter den Bankengruppen profitierten insbesondere die Verbände sowie Auslandsbanken und Förderbanken. Die Einlagen setzten ihr stetiges Wachstum fort (+3,3% ggü. Vj.). Die Kreditzinsen stiegen angesichts der erwarteten Zinswende der EZB so stark wie seit über einem Jahrzehnt nicht mehr, um rund 0,25-0,5%. Die Banken konnten ihre Zinsmarge etwas ausweiten, denn auf der Einlagenseite fiel der Zinsanstieg viel schwächer aus.

**Finanzierungsalternativen: Verschnaufpause im Aktiengeschäft, Anleiheemissionen nochmals schwungvoll.** Nach dem beispiellosen Vorjahr gab es in Q1 keine größeren Kapitalerhöhungen oder Börsengänge. Umgekehrt erholte sich das Anleihegeschäft nach dem schwachen Jahresabschluss deutlich (Nettoemission EUR 7,2 Mrd.), wobei dem Markt durch das mittlerweile beschlossene Ende der EZB-Anleihekäufe der wichtigste Ankerinvestor der letzten Jahre bald fehlen wird. Das dürfte sich zusammen mit dem gestiegenen Renditeniveau perspektivisch negativ auf die Emissionsvolumina auswirken. Commercial Paper schnitten im ersten Quartal gut ab, das Leasing eher schwach.

## Konjunktur

**Die deutsche Konjunktur wird seit Jahresbeginn von gegensätzlichen Impulsen bestimmt.** Nachdem das BIP in Q1 lediglich um 0,2 % ggü. Vq. expandierte, setzt die stufenweise Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen zunehmend Antriebskräfte frei. Sie werden aber von inflationsbedingtem Kaufkraftverlust und einem Absturz des Verbrauchervertrauens ausgebremst. Zudem behindern Lieferprobleme auch die Exportwirtschaft.

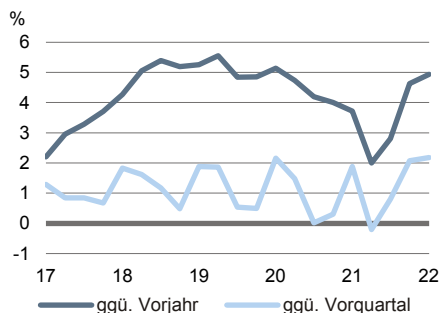
**Im Sommerhalbjahr werden sich die hemmenden Faktoren kaum abschwächen.** Voraussetzung für eine zumindest verhaltene Expansion in Q2 wäre eine robuste Dienstleistungsnachfrage. Auch die Auslieferungen von schon bestellten Pkw dürften Schwung gewinnen. Breit angelegte Unterstützung für den privaten Verbrauch wird die zum 1. Juli anstehende kräftige Rentenanhebung leisten, wie auch die Anhebung des Mindestlohns im Oktober.



## Starkes Kreditgeschäft, fragile Konjunktur in Q1 2022

### Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

Der Krieg in der Ukraine, in die Höhe schießende Energie- und Rohstoffpreise sowie weiterhin erheblich gestörte globale Lieferketten haben die Unsicherheit und den operativen Gegenwind für Unternehmen im ersten Quartal stark erhöht. Damit nahm auch der Liquiditätsbedarf weiter zu, von einem ohnehin hohen Niveau aus. So kletterte das ausstehende Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen von Dezember bis März um EUR 33 Mrd. bzw. 2,2%, womit der Rekord vom ersten Quartal 2020, zu Beginn der Corona-Pandemie, eingestellt wurde. Auch gegenüber Vorjahr nahm das Wachstumstempo nochmals leicht zu auf 4,9%. Der weitere Verlauf der Kreditvergabe wird nicht zuletzt davon abhängen, ob und wann die inflationäre Dynamik nachlässt, die momentan zu heftigen Kostensteigerungen bei Vorleistungen/-produkten führt. Dafür werden der weitere Verlauf des Ukraine-Krieges ebenso wie die geldpolitischen Maßnahmen der Notenbanken entscheidend sein. Im Basisszenario ist in den kommenden Quartalen – bei allerdings beträchtlicher Unsicherheit – ein langsamer Rückgang sowohl bei der Inflation als auch beim Kreditwachstum zu erwarten (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Im **Euroraum** insgesamt verlief der Jahresauftakt ähnlich: Hier nahm das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen um satte EUR 67 Mrd. bzw. 1,4% zu und lag damit 3,3% über dem Vorjahresniveau.

Hinsichtlich einzelner **Branchen** in Deutschland erholte sich das Kreditgeschäft mit dem – aufgrund der externen Faktoren besonders unter Druck stehenden – Verarbeitendes Gewerbe weiter (mittlerweile +1,1% ggü. Vj.), während es sich mit dem Dienstleistungssektor etwas abschwächte auf immer noch starke +6,1%. Kredite an Selbstständige expandierten so kräftig (+4,6%) wie seit 1999 nicht mehr.

Innerhalb der Kredite an die Industrie schnitten die zuletzt arg gebeutelten Sektoren Maschinenbau/Auto (EUR +2,3 Mrd. ggü. Vorquartal) und Chemie (EUR +1 Mrd.) besonders gut ab, im Gegensatz zur Baustoffindustrie, die in ihrem sonst stärksten Vierteljahr als einziger Industriezweig ein Minus hinnehmen musste (EUR -0,1 Mrd.).

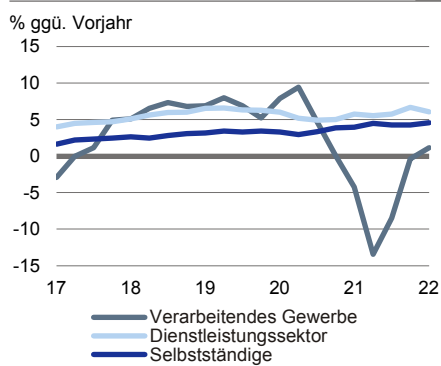
Bei der Kreditvergabe an den Dienstleistungssektor gab es insgesamt wenig Auffälligkeiten – die immobiliennahen Branchen setzten ihr robustes Wachstum fort, angeführt von den Wohnungsunternehmen (EUR +6,9 Mrd.). Aber auch die Gewerbeimmobilien verbuchten ein solides Plus von EUR 1,7 Mrd. Daneben konnten die unternehmensnahen Dienstleistungen (EUR +2,6 Mrd.) sowie die Beteiligungsgesellschaften (EUR +2,4 Mrd.) überzeugen.

Das Kreditvolumen mit den sonstigen Branchen legte teilweise außerordentlich dynamisch zu: Bei den Versorgern/Bergbau (EUR +6,3 Mrd.) spielten sicherlich die explodierenden Energiepreise die treibende Rolle; im Handel ist Q1 ohnehin ein saisonal starkes Quartal und jetzt kamen die Corona-Lockerungen hinzu (EUR +4,8 Mrd.). Auch am Bau brummte das Kreditgeschäft (EUR +3,3 Mrd.). In allen drei Fällen war es der stärkste Quartals-Anstieg seit der Finanzkrise. In der Landwirtschaft ist naturgemäß zu Jahresbeginn noch nicht so viel los (EUR +0,4 Mrd.). Einzig der Verkehr enttäuschte erneut (EUR -1,1 Mrd.), was wohl auch an der Rückzahlung von staatlichen Corona-Hilfen lag.

Mit Blick auf die **Fristigkeiten** hat sich der durch den externen Gegenwind und die gravierende konjunkturelle Unsicherheit erhöhte Kreditbedarf – wie zu erwarten – vor allem bei kurzlaufenden Darlehen niedergeschlagen. Hier sprang der 12-Monats-Vergleich auf +8,7% nach oben, während die mittelfristigen Kredite (Laufzeit 1-5 Jahre) nur noch 3,6% höher liegen und sich bei den langfristigen Ausleihungen fast nichts änderte (+4,6%).

### ... nach Branche

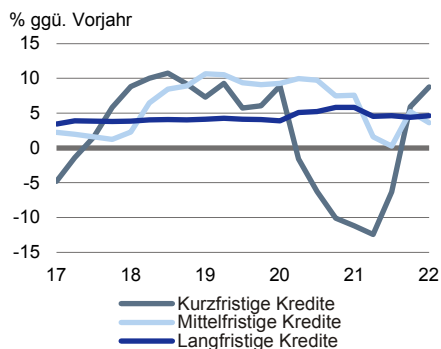
2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### ... nach Fristigkeit\*

3

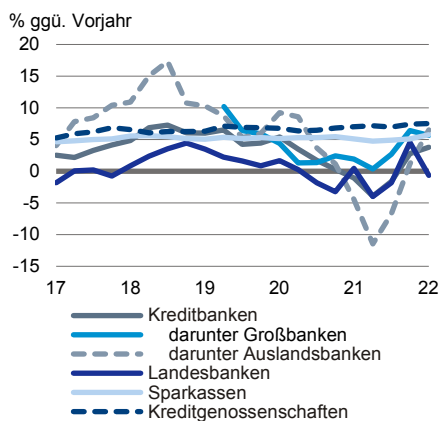


\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### ... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

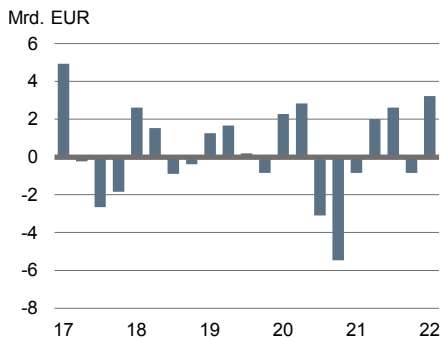
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Starkes Kreditgeschäft, fragile Konjunktur in Q1 2022

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

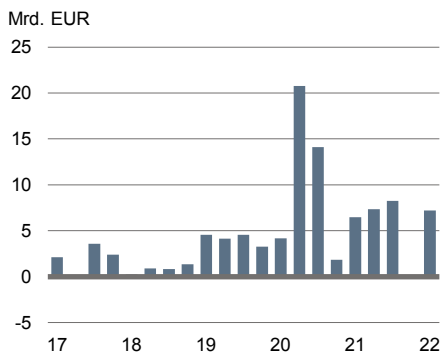
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

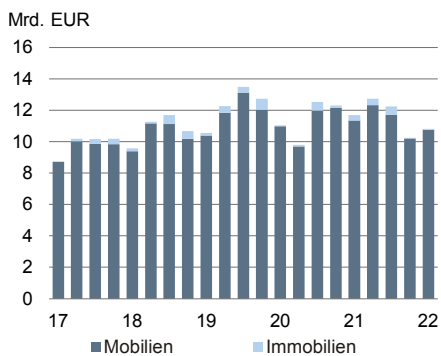
6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neu volumen\*

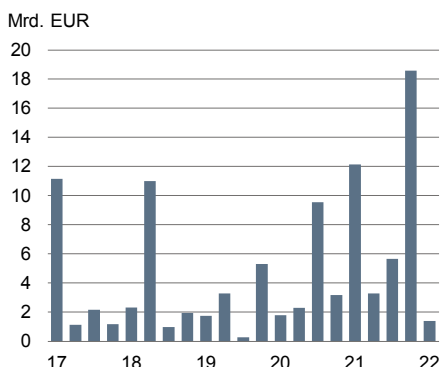
7



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

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den verschiedenen **Bankengruppen** hielt die Konvergenz der letzten Monate an, abgesehen von den Landesbanken. Die Erholung der Auslandsbanken setzte sich in Q1 fort (mittlerweile wieder +6,5% ggü. Vj.), ebenso wie die der Förderbanken (einschließlich DZ Bank) (+6,7%). Nach einem weiteren sehr starken Quartal kletterte das Kreditwachstum der Retailinstitute auf den höchsten Stand seit rund einem Vierteljahrhundert – bei den Kreditgenossenschaften auf 7,5% (darüber lag der Wert zuletzt 1995), bei den Sparkassen auf 5,8% (1996). Bei den Großbanken lief das Geschäft zuletzt etwas gedämpfter (aber immer noch +5,6% ggü. Vj.), die Landesbanken fielen dagegen wieder zurück (-0,7%) und kämpfen als einzige Bankengruppe (neben den inländischen Kreditbanken ohne Großbanken) weiter um den Anschluss.

Zu Jahresbeginn erreichten die Genossenschaftsbanken und die Sparkassen die größten Zuwächse bei Wohnungsunternehmen, Erstere darüber hinaus auch am Bau, Letztere noch bei Gewerbeimmobilien und Telekom/Beratung/Werbung, den unternehmensnahen Dienstleistungen. Großbanken und Auslandsbanken schnitten besonders gut im Maschinenbau/Auto und im Handel ab, die Auslandsbanken zusätzlich auch bei den Beteiligungsgesellschaften. Die Förderbanken stellten angesichts der galoppierenden Energiepreise v.a. den Versorgern/Bergbau Kredit zur Verfügung, wohingegen im Verkehr offenbar Corona-Hilfen zurückgezahlt wurden. Die Landesbanken wiesen keine nennenswerten Branchenschwerpunkte auf.

### Andere Finanzierungsquellen

Im traditionell guten Q1 kam die Emission von **Commercial Paper** durch Nichtbanken mit netto EUR 3,2 Mrd. auf das stärkste Ergebnis seit 2017.

Nach dem „Ausrutscher“ im Vorquartal wurden zwischen Januar und März wieder **Unternehmensanleihen** in beträchtlichem Umfang neu ausgegeben. Unter dem Strich standen netto EUR 7,2 Mrd. In Euroland als Ganzes kam es dagegen erst jetzt mit einem Quartal Verzögerung zu einem solchen Einbruch der Neuemission, die auf nur noch EUR 1,1 Mrd. zusammenfiel (also außerhalb Deutschlands in Summe negativ war). Angesichts der durch die Decke schießenden Inflationsrate legten die Zinsen am Kapitalmarkt zu und es zeichnete sich immer stärker ein baldiges Ende des Ankaufprogramms der EZB ab (mittlerweile ist Ende Juni beschlossen). In Q1 lag dessen Volumen bezogen auf Unternehmensanleihen bei EUR 21,3 Mrd. (sogar der höchste Betrag seit fünf Jahren), übertraf somit rechnerisch den Wert der neu auf den Markt gekommenen Papiere um ein Vielfaches. Dass die kräftige Emissionsdynamik der letzten Jahre bei dem gestiegenen Zinsniveau und nach dem Wegfall des „ultimativen Käufers“, der EZB, ab Juli deutlich nachlassen dürfte, scheint ausgemacht.

Das **Leasinggeschäft** verzeichnete mit Neuabschlüssen in Höhe von EUR 10,7 Mrd. bei Mobilien und EUR 59 Mio. bei Immobilien einen relativ schwachen Jahresauftakt (insgesamt -7,6% ggü. Vj.). Bei Mobilien war der Rückgang praktisch ausschließlich auf die (ziemlich volatilen) Luft- & Schienenfahrzeuge und die sonstigen Objekte zurückzuführen, das Kerngeschäft mit Pkw sowie Lkw & Bussen und Maschinen blieb recht robust. Der schnell voranschreitende Wandel hin zur E-Mobilität schlägt sich übrigens auch in den Leasingzahlen nieder: Rein elektrisch betriebene Fahrzeuge kamen 2021 schon auf einen Anteil von 44% an allen geleasten Neuzulassungen.

Nachdem **Aktienemissionen** im Vorjahr von Rekord zu Rekord geeilt waren, kühlte der Markt in den ersten drei Monaten 2022 auch aufgrund des russischen Überfalls auf die Ukraine und des deswegen schwierigeren Kapitalmarktumfelds kräftig ab. Es gab keine größere Einzeltransaktion und ein Gesamtvolumen von nur EUR 1,4 Mrd. – das niedrigste seit Beginn der Corona-Pandemie.

### Einlagenvolumen

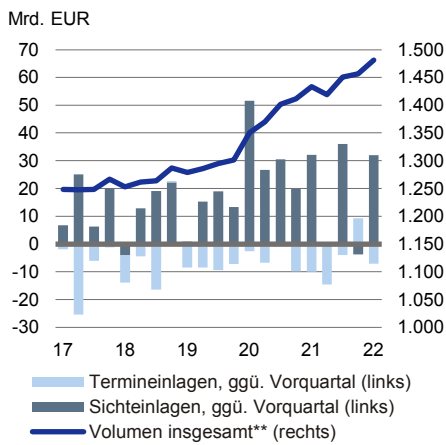
Nach dem ungewöhnlichen Rückgang der Sichteinlagen bei gleichzeitigem An-



## Starkes Kreditgeschäft, fragile Konjunktur in Q1 2022

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

stieg der Termineinlagen im Vorquartal kehrten die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen zu Jahresbeginn wieder auf den üblichen Pfad der letzten Jahre zurück: Die Sichteinlagen legten kräftig zu, um EUR 31,9 Mrd., während die Termingelder um EUR 7,1 Mrd. schrumpften. Auf Sicht von 12 Monaten verharrte das Einlagenwachstum damit de facto bei 3,3%.

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die allgemeinen **Kreditstandards** wurden in Q1 erneut minimal verschärft, verglichen mit dem Vorquartal, wobei dies für Kredite an KMU immerhin 10% der deutschen Banken berichteten. An den konkreten Konditionen für tatsächlich ausgereichte Kredite änderte sich im Aggregat praktisch nichts. Im Eurogebiet insgesamt sah es sehr ähnlich aus, abgesehen von einer etwas kräftigeren Ausweitung der Margen für riskantere Kredite (gemeldet von 12% der Banken).

Die **Kreditnachfrage** in Deutschland entwickelte sich – wie auch die Kreditvolumina zeigen – weiter positiv, wie netto 23% der Banken berichteten. Dabei war der Anstieg bei KMU (27%) ein ganzes Stück stärker als bei großen Unternehmen (17%). Die wichtigsten Gründe für das Plus waren der höhere Bedarf an kurzfristigen Mitteln zur Finanzierung des laufenden Betriebs („Working Capital“), an Mitteln zur Finanzierung von Investitionen und das allgemein (noch) günstige Zinsniveau. Im Euroraum nahm die Nachfrage ebenfalls zu, aber mehr oder weniger unabhängig von der Unternehmensgröße.

Im **laufenden Quartal** rechnen die Banken allerdings mit einer spürbaren Verschärfung der Kreditstandards (in Deutschland erwarten dies 16% der Institute, in Euroland 21%). Es bleibt jedoch abzuwarten, ob es zu so einer deutlichen Veränderung kommt, da die Prognosequalität der Banken diesbezüglich nicht allzu gut ist. Auf der Nachfrageseite gehen die Banken von anhaltend robusten Zuwächsen aus (19% bzw. 12%). Bemerkenswert dabei: In Deutschland wird das wahrscheinliche Plus bei KMU bzw. kurzfristigen Krediten (20% / 23%) weit höher eingeschätzt als bei großen Unternehmen bzw. langfristigen Krediten (10% / 6%). In der EWU als Ganzes gibt es diesen Effekt nur bei den unterschiedlichen Laufzeiten.

### Zinssätze

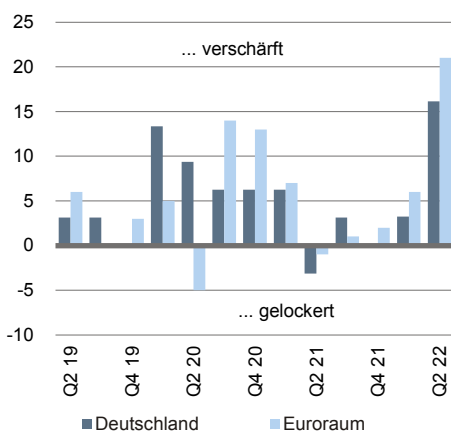
Hinsichtlich der **Kreditzinsen im Neugeschäft** kann man das erste Quartal 2022 schon fast historisch nennen. Einen so starken und schnellen Anstieg der Zinsen für Unternehmen in Deutschland hat es seit 2011 nicht gegeben. Hauptgrund war die (durch den russischen Krieg gegen die Ukraine nochmals stark beschleunigte) Inflationsdynamik und daher die Erwartung baldiger Leitzinserhöhungen, die sich auch sofort in den Kapitalmarktrenditen niederschlug. Die Kreditzinsen kletterten in einer Bandbreite um rund 0,25-0,5%, also jene 1-2 Zinsschritte der EZB, die im März für den Sommer diskutiert wurden. Den kräftigsten Anstieg mit 46 Bp. auf 1,67% gab es verständlicherweise bei langen Zinsbindungsfristen von > 5 Jahren. Allerdings ist damit gerade einmal das Niveau von Ende 2018 erreicht; früher gängige Werte sind noch weit entfernt. Dem allgemeinen Trend widerstand nur ein Segment: kleine Kreditvolumina < EUR 1 Mio. an Kapitalgesellschaften. Hier blieb die Zinshöhe nahezu unverändert bei 1,87%. Es ist jedoch davon auszugehen, dass es sich nur um eine verzögerte Weitergabe höherer Kreditkosten an kleinere Unternehmen handelt und nicht um eine generelle Abkopplung.

Den Banken scheint es in Q1 zudem gelungen zu sein, die Zinsmarge etwas auszuweiten, denn auf der **Einlagenseite** war der Zinsanstieg deutlich schwächer ausgeprägt. Bei Termineinlagen ging es nur um 10 Bp. nach oben und bei Sichteinlagen sogar weiter abwärts, um 1 Bp. auf ein neues Rekordtief von -15 Bp. Auch das dürfte allerdings nur noch eine Momentaufnahme sein und die Zinsen bald steigen.

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

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

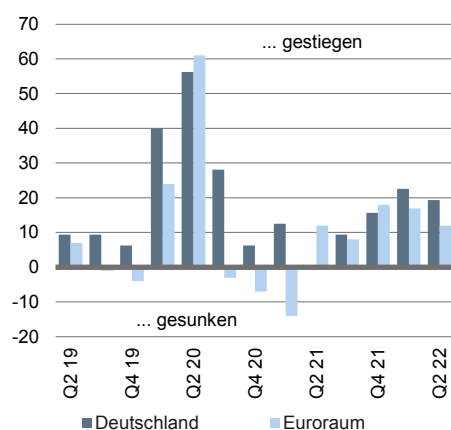


\* Q2 22 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

11



\* Q2 22 erwarteter Wert

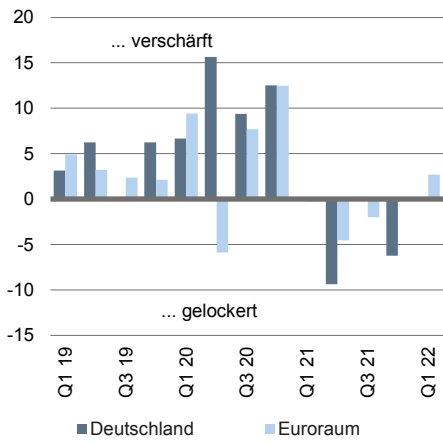
Quellen: Bundesbank, EZB



## Starkes Kreditgeschäft, fragile Konjunktur in Q1 2022

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

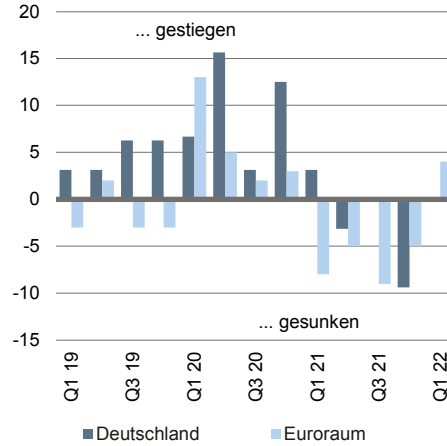
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

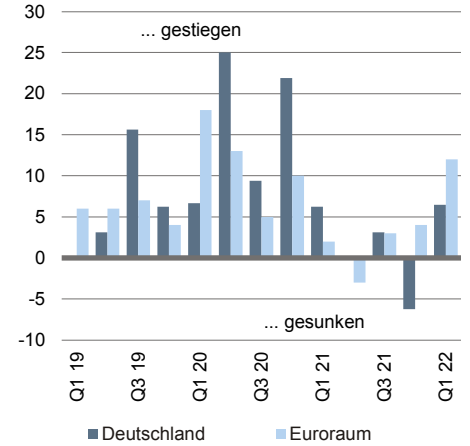
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

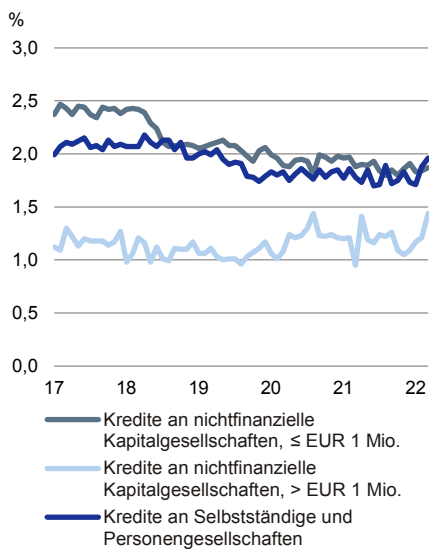
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

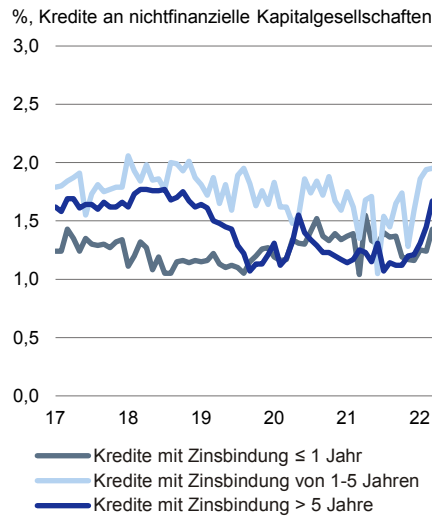
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

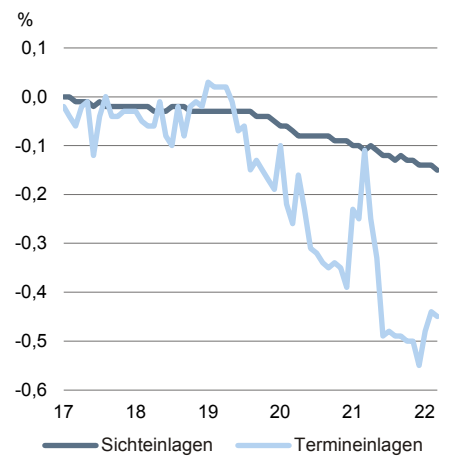
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



## Starkes Kreditgeschäft, fragile Konjunktur in Q1 2022

### Deutschland: Konjunkturprognose

18

% ggü. Vj.	2021	2022P	2023P
Reales BIP	2,9	2,3	3,0
Privater Konsum	0,3	3,1	2,6
Staatsausgaben	2,9	2,6	2,4
Anlageinvestitionen	1,1	1,7	3,5
Ausrüstungen	3,3	0,2	4,4
Bau	0,0	1,0	2,4
Lager, %-Punkte	1,1	-0,3	0,0
Exporte	9,6	6,6	3,6
Importe	9,1	7,1	3,2
Nettoexport, %-Punkte	0,8	0,1	0,4
VPI (nat. Def.)	3,1	6,7	4,5
Staatsverschuldung, % BIP	69,3	66,3	63,3
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,0	4,9
Budgetsaldo, % BIP	-3,7	-3,1	-1,8

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Konjunktur mit schwachem Jahresauftakt und nur mäßigem Schwung im Frühjahr

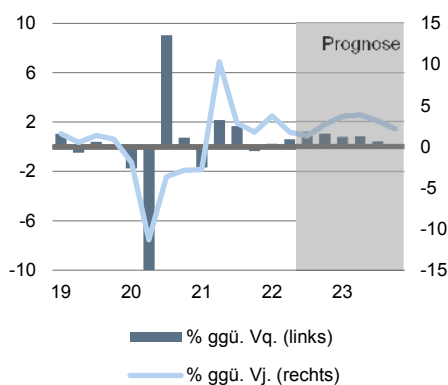
- Die deutsche Konjunktur wird seit Jahresbeginn von gegensätzlichen Impulsen bestimmt. Nachdem das BIP in Q1 lediglich um 0,2 % ggü. Vq. expandierte, setzt die stufenweise Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen zunehmend Antriebskräfte frei. Sie werden aber von inflationsbedingtem Kaufkraftverlust und einem Absturz des Verbrauchervertrauens ausgebremst. Zudem behindern Lieferprobleme auch die Exportwirtschaft.
- Im Sommerhalbjahr werden sich die hemmenden Faktoren kaum abschwächen. Voraussetzung für eine zumindest verhaltene Expansion in Q2 wäre eine robuste Dienstleistungsnachfrage. Auch die Auslieferungen von schon bestellten Pkw dürften Schwung gewinnen. Breit angelegte Unterstützung für den privaten Verbrauch wird die zum 1. Juli anstehende kräftige Renten-anhebung leisten, wie auch die Anhebung des Mindestlohns im Oktober.

## Inflation und Lieferprobleme halten deutsche Konjunktur am Boden

Das schrittweise Auslaufen der pandemiebedingten Einschränkungen verieß kräftigen Rückenwind für die deutsche Wirtschaft spätestens ab dem Frühjahr. Jedoch dämpften die Lieferengpässe und der starke Preisauftrieb die Entfaltung dieser Antriebskräfte. Die wirtschaftlichen und geopolitischen Auswirkungen des russischen Einmarsches in die Ukraine verstärkten diese Gegenwinde für die deutsche Wirtschaft dann immens. Da eine Unterbrechung der russischen Gas- und Öllieferungen gegenwärtig nicht unser Basisszenario ist, halten wir an der BIP-Prognose von 2,3% für 2022 fest. Trotz aller Hindernisse und dank fiskalischer Unterstützung für die privaten Haushalte dürfte die deutsche Wirtschaft im Sommerhalbjahr verhalten expandieren. Sollte es jedoch zu einem anhaltenden Stopp russischer Energielieferungen kommen, könnte es zu einer schweren Rezession kommen. Eine Konjunkturabschwächung in China, die aus der restriktiven Zero-COVID-Politik resultiert, stellt ein zusätzliches Abwärtsrisiko für die deutsche Konjunktur dar.

### Deutsches BIP: In Q1 an technischer Rezession vorbeigeschrammt

19



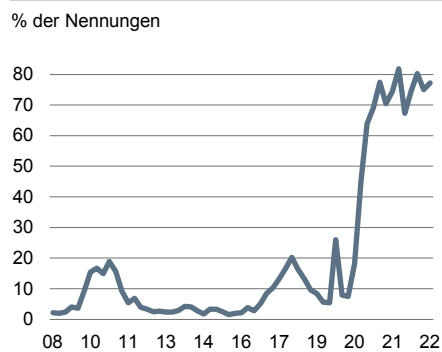
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Schwacher Jahresauftakt der deutschen Wirtschaft

Die deutsche Wirtschaft expandierte in Q1 2022 leicht (0,2% ggü. Vq.) und schrammte so knapp an einer technischen Rezession (2021 Q4: -0,3% ggü. Vq.) vorbei. Spürbare Wachstumsimpulse kamen aus der Binnenwirtschaft. Die Bauinvestitionen (4,6% ggü. Vq.) sprangen kräftig an und auch die Ausrüstungen (2,5% ggü. Vq.) konnten deutlich zulegen. In Summe stützten beide Komponenten das BIP-Wachstum mit 0,7%-Punkten. Hinzu kam ein spürbarer Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen (1,2 %-Punkte). Unter anderem dürften die Industrieunternehmen ihre Lager zu Jahresbeginn aufgestockt haben. Laut ifo-Umfrage meldeten im Januar „nur“ 67% der Firmen Materialengpässe, während es im Vormonat noch knapp 82% waren. Bis Quartalsende verschärfte sich die Lage (rund 80%) dann aber wieder zusehends. Die staatlichen Konsumausgaben (0,1% ggü. Vq.) blieben in Q1 nahezu unverändert. Der private Verbrauch ging mit -0,1% ggü. Vq. (2021 Q4: -1,3% ggü. Vq.) nur noch leicht zurück. Deutlich gebremst wurde die deutsche Konjunktur zu Jahresbeginn vom Außenhandel. Rückläufige Exporte (-2,1% ggü. Vq.) in Kombination mit steigenden Importen (0,9% ggü. Vq.) führten zu einem negativen Außenbeitrag von -1,4 %-Punkten. Die Exportwirtschaft wurde von der lahmen Industrieproduktion gebremst.

### Ifo Index für die Knappheit von Vorprodukten und Rohstoffen in der Industrie

20



Quelle: ifo



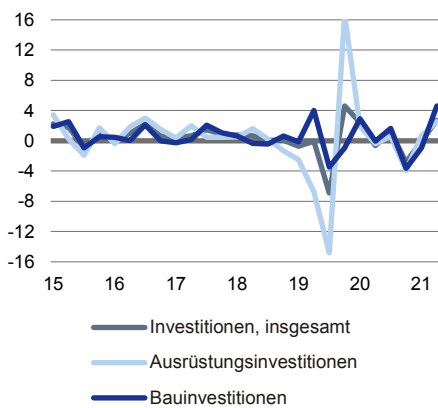
## Starkes Kreditgeschäft, fragile Konjunktur in Q1 2022

### Bauinvestitionen in Q1 kräftig, auch Ausrüstungen legen zu

Ausrüstungs- und Bauinvestitionen in Q1 wieder mit spürbarer Belebung

21

% ggü. Vq., sb.



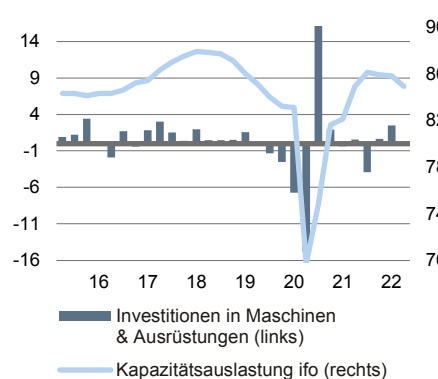
Quelle: Statistisches Bundesamt

Kapazitätsauslastung schwächt sich in H1 2022 wieder ab

22

% ggü. Vq.

%, sb.

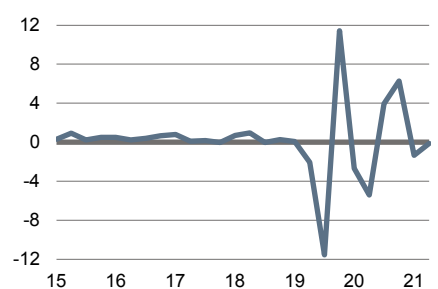


Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Privater Verbrauch in Q1 weiterhin schwach

23

% ggü. Vq., sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Bruttoanlageinvestitionen zeigten sich zu Jahresbeginn 2022 (Q1: 2,7% ggü. Vq.) wieder deutlich aufwärtsgerichtet, nachdem sie im Vorquartal lediglich stagniert hatten. Eine kurzzeitige Entspannung der Lieferengpässe und die vorläufige Aufhellung der Geschäftserwartungen bis zum Kriegsausbruch in der Ukraine dürften unterstützend gewirkt haben.

Die Bauinvestitionen (Q1: 4,6% ggü. Vq.) profitierten zudem von der günstigen Witterung zu Jahresbeginn. Die in Q1 vorübergehend verbesserte Materialverfügbarkeit dürfte unter anderem für ein Nachholen von Fertigstellungen gesorgt haben. Die Auslastung im Bauhauptgewerbe (Q1: 82,1%, +3,6 %-Punkte ggü. Vm.) zog spürbar an. Allerdings hat sich dieser Aufwärtstrend seit März bereits wieder deutlich abgeschwächt, sodass auch die Dynamik der Bauinvestitionen nachlassen dürfte. Darauf deutet insbesondere auch das neue Allzeithoch von Meldungen über Materialknappheiten im Hochbau (Mai: 56,2%). Im Tiefbau machen sich die Folgen des Krieges in der Ukraine z.B. durch fehlenden Baustahl bemerkbar.

Die Ausrüstungsinvestitionen (Q1: 2,5% ggü. Vq.) belebten sich zu Jahresbeginn spürbar. Auch hier dürfte die kurze Entspannung der Lieferengpässe für Rückenwind gesorgt haben. Entscheidend war sicherlich die deutliche Aufhellung der Geschäftserwartungen in der Industrie, die aber im März ein jähes Ende fand. So ließen die Nachrichten aus der Ukraine die ifo Geschäftserwartungen in der Industrie um 30 Punkte abstürzen. Ein ähnliches Bild zeigen auch die PMI-Produktionserwartungen (März: -18,3 Punkte), die seitdem im kontraktiven Bereich von unter 50 Punkten verharren. Zukunftsorientierte PMI-Komponenten, wie die erwarteten Auftragseingänge oder Exportneuaufträge, signalisieren ebenfalls rückläufige Industrieaktivität. Daher könnte sich die Investitionsaktivität im laufenden Quartal abschwächen. Auch die anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten belasten das Investitionsklima.

Materialengpässe und Unterbrechungen der Lieferketten könnten noch bis weit in H2 2022 akut bleiben (bei Halbleitern wahrscheinlich bis 2023). Die gut gefüllten Auftragsbücher würden so nur begrenzt produktionswirksam werden. Daher haben wir unsere Prognose für die deutsche Industrieproduktion im laufenden Jahr auf 1% (zuvor +3%) gesenkt.

### Privater Verbrauch schrumpft leicht in Q1, Inflation klettert weiter

Der private Verbrauch schrumpfte in Q1 (-0,1% ggü. Vq.) nochmals leicht, nachdem er im Vorquartal (Q4: -1,3% ggü. Vq.) deutlich rückläufig war. Die Sparquote ging auf 11,5% (-1 %-Punkt) zurück. Allein die stufenweise Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen (Einzelhandel und Gastronomie) bis zum 20. März hätte in Q1 eine spürbare Erholung ermöglicht. Dem standen jedoch die Lieferschwierigkeiten im Einzelhandel, der inflationsbedingte (VPI Q1: 5,8% ggü. Vj.) Kaufkraftverlust und das sich allgemein eintrübende Konsumklima entgegen. Zudem sind potenziellen Nachholeffekten bei personenbezogenen Dienstleistungen Grenzen gesetzt.

Mit den Nachrichten über den Krieg in der Ukraine stürzte das Verbrauchervertrauen dann auf ein Rekordtief (GfK April: -26,6) und konsolidierte sich im Mai nur marginal. Entsprechend gingen die Einzelhandelsumsätze im April gemäß Erstmeldung um kräftige -5,4% ggü. Vm. zurück. Gleichzeitig kletterten die Verbraucherpreise weiter steil nach oben, bis auf zuletzt 7,9% ggü. Vj. (vorläufig) im Mai. Eine ähnliche Preissteigerungsrate wurde zuletzt während der Ölkrise 1973/74 verzeichnet! Da auch die aktuelle Entwicklung hauptsächlich von den Energiepreisen getrieben wird, müssen die Konsumenten deftige Zuschläge auf ihre Energieabrechnungen erwarten. Das dürfte die Anschaffungsneigung auch

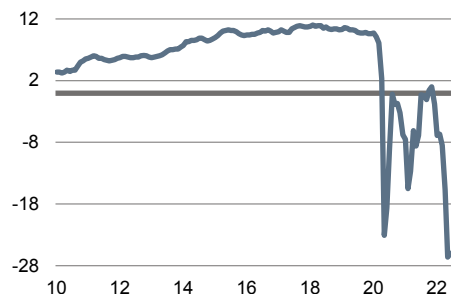


## Starkes Kreditgeschäft, fragile Konjunktur in Q1 2022

Deutsches Verbrauchervertrauen stürzt nach Kriegsausbruch in der Ukraine ab

24

GfK-Konsumklima-Index



Quelle: GfK

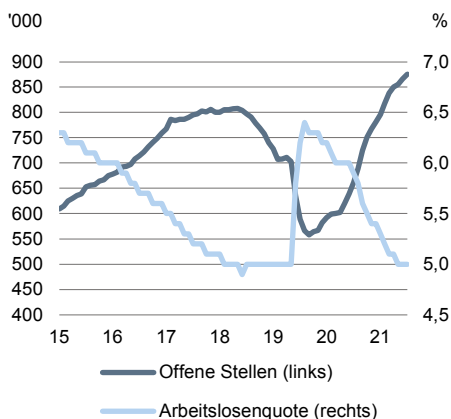
in Q2 weiter gedämpft halten, insbesondere bei jenen Haushalten, die Erdgas beziehen. In Deutschland werden knapp 20 Mio. Wohnungen (48%) mit diesem Energieträger beheizt. Voraussetzung für eine zumindest verhaltene Expansion des privaten Verbrauchs in Q2 wäre eine robuste Dienstleistungsnachfrage. Auch der Pkw-Absatz könnte sich beleben. Nach der Verbesserung der jüngsten VDA-Produktionszahlen dürften bereits bestellte Fahrzeuge nun verstärkt ausgeliefert werden.

Eine breit angelegte Unterstützung für den privaten Verbrauch wird die zum 1. Juli anstehende kräftige Rentenanhebung (Ost: 6,12%, West: 5,35%) leisten. Hinzu kommen noch staatliche Sondertransfers, wie die Energiepreispauschale, sowie die Mindestlohnanhebung auf EUR 12 ab Oktober diesen Jahres.

### Arbeitsmarkt noch unbeeindruckt vom weltwirtschaftlichen Umfeld

Deutscher Arbeitsmarkt: Personal gesucht! Offene Stellen eilen von Rekord zu Rekord

25



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Der deutsche Arbeitsmarkt ist gut durch den Winter gekommen und zeigt sich bislang unbeeindruckt von den derzeitigen wirtschaftlichen Scherkräften. Als nachlaufende Konjunkturkomponente werden aktuelle Impulse aber auch gewöhnlich erst mit einer Verzögerung von etwa sechs Monaten sichtbar. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl ging bis Mai spürbar auf rund 2,285 Mio. zurück. Verglichen mit dem Jahresendstand 2021 ist das ein staatliches Minus von etwa 111.000. Damit sank die saisonbereinigte Arbeitslosenquote um zwei Zehntelpunkte auf zuletzt 5%. Im Gegenzug haben die sozialversicherungspflichtigen Beschäftigungsverhältnisse in Q1 deutlich zugenommen und liegen mit knapp 34,4 Mio. deutlich über dem Vorpandemie-Niveau.

Auch die Kurzarbeit hat sich seit Ende 2021 bis zum Mai um schätzungsweise 490.000 Personen reduziert. Die Lockerungen der pandemiebedingten Einschränkungen sorgten vor allem im Einzelhandel und bei den personalintensiven Dienstleistungen für spürbar rückläufige Zahlen. Auch für den Arbeitsmarkt ist die Einschränkung oder gar Unterbrechung der Gasimporte aus Russland ein Abwärtsrisiko. In den dann betroffenen Industrieunternehmen dürfte es schnell zu einem deutlichen Anstieg der Kurzarbeit kommen. Solange dieser Fall nicht eintritt, dürfte sich der Arbeitsmarkt weiter robust entwickeln, wenngleich die positive Gesamtdynamik im aktuell unsicheren Wirtschaftsumfeld schwächer werden könnte.

Die gute Arbeitsmarktlage in Kombination mit den kräftig gestiegenen Verbraucherpreisen spiegelt sich auch in den Gewerkschaftsforderungen der laufenden Tarifrunde wider. Die IG Metall fordert für ihre Mitglieder in der Eisen- und Stahlindustrie eine Lohnsteigerung von 8,2% für 12 Monate. Gemessen an der Beschäftigtenzahl (etwa 92.000) ist diese Branche eher klein, dennoch dürfte das Ergebnis Signalwirkung für die weit größeren Tarifgruppen der Metall- und Elektroindustrie (3,8 Mio., Verhandlungen ab Sept.) oder im Öffentlichen Dienst (Bund und Gemeinden: 2,7 Mio., ab Dez.) haben.

Ohne eine spürbare prozentuale Tariflohnanhebung dürften sich die Gewerkschaftsvertreter wahrscheinlich nicht mit Einmalzahlungen (wenn auch kräftigen) zufrieden geben. Da die „großen“ Tarifverhandlungen erst im Herbst Fahrt aufnehmen (auch IG BCE verhandelt ab Oktober weiter), werden sich die Ergebnisse vor allem im Folgejahr auswirken. Dies nährt die Sorge vor einer einsetzenden Lohn-Preis-Spirale, insbesondere da sich auch der Fachkräftemangel Demografie-bedingt weiter verschärfen dürfte.





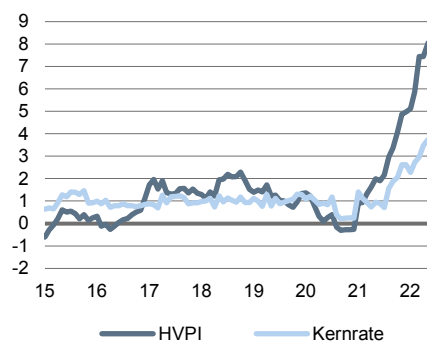
## Starkes Kreditgeschäft, fragile Konjunktur in Q1 2022

### EZB mit Zinsanhebung im Juli, 50 Bp.-Schritte im September und Oktober

EWU: Inflation

26

% ggü. Vj.

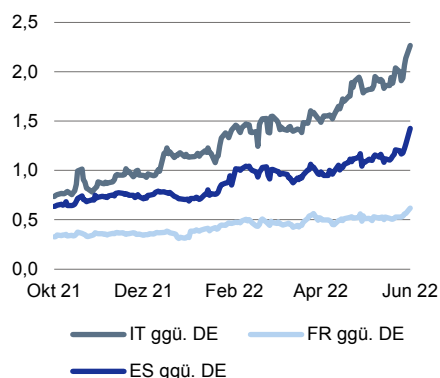


Quelle: Eurostat

Ausgewählte Renditeabstände zwischen Staatsanleihen (10J) in der EWU

27

%



Quelle: Haver Analytics

Die aktuelle Inflationsentwicklung und die zunehmenden Sorgen, dass sich die Inflationsrate auch in der mittleren Frist über 2% festsetzen könnte, zeigen, wie weit die EZB hinter der Kurve ist. Daher sind die Beschlüsse der jüngsten Sitzung willkommene Schritte in die richtige Richtung. Erwartungsgemäß wurde angekündigt, die APP-Nettokäufe zum 1. Juli zu beenden. Zudem bereitete Präsidentin Lagarde verbal auf eine erste Zinsanhebung um 25 Basispunkte (Bp.) im Juli vor und deutete weitere Schritte an, die in ihrem Ausmaß abhängig von der Inflationsentwicklung seien. Wir erwarten im Verlauf dieses Jahres noch drei zusätzliche Zinsanhebungen. Da der Preisaufrieb weiter kräftig ist, an Breite gewonnen hat und auch die Inflationserwartungen aufwärtsgerichtet sind, dürfte die EZB die Leitzinsen im September und Oktober jeweils um 50 Bp. anheben und um weitere 25 Bp. im Dezember. Der Einlagensatz könnte dann schon im September positiv werden und zum Jahresende 2022 bei 1% liegen. Auch für das Jahr 2023 erwarten wir vier Zinsschritte von 25 Bp., sodass der Einlagensatz bis Juni des kommenden Jahres auf 2% klettert.

Nachdem der Zinsabstand zwischen zehnjährigen deutschen und italienischen Staatsanleihen im Oktober letzten Jahres noch auf unter 80 Bp. zusammengelaufen war, hat der von den USA ausgehende Anstieg des globalen Zinsniveaus und insbesondere die fundamentale Neueinschätzung der EZB-Geldpolitik zu einer deutlichen Ausweitung des Spreads geführt. Mitte Juni hat dieser die Marke von 240 Bp. überschritten. Um eine Marktfragmentierung in der Eurozone durch eine „übermäßige“ Ausweitung der innereuropäischen Renditedifferenzen zu vermeiden, wird die EZB zunächst die Reinvestitionen fälliger PEPP-Anleihen nutzen, um die entsprechenden Märkte zu stabilisieren. Wir erwarten zudem, dass die EZB ein neues Kaufprogramm („Stabilitäts-Kaufprogramm“) entwickeln wird, um die Marktfragmentierung zu bekämpfen.

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.