



# Flaute im Kreditgeschäft und der Konjunktur hält in Q3 2023 an

19. Dezember 2023

## Autoren

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

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

## Editor

Stefan Schneider

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

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

DB Research Management  
Stefan Schneider

## Unternehmensfinanzierung

**Kreditabschwung setzt sich fort.** Der Kreditbestand mit Unternehmen und Selbstständigen ist im dritten Quartal leicht geschrumpft (um EUR 2,6 Mrd. bzw. 0,2% ggü. Juni). Im Vorjahresvergleich steht nur noch ein Plus von 0,8% zu Buche, der niedrigste Wert seit 2015. Das ist jedoch auch auf einen Basiseffekt zurückzuführen, da vor einem Jahr die Notkredite an Energiefirmen in die Bilanzen eingeflossen waren. Von der schwachen Dynamik sind nahezu alle Branchen, Laufzeiten und Bankengruppen betroffen. Haupttreiber bleiben die kräftig gestiegenen Zinsen sowie eine geringe Investitionsneigung der Unternehmen. Allerdings haben die Banken die Leitzinserhöhungen der EZB nicht einmal in vollem Umfang weitergegeben. Das Einlagengeschäft verlief erneut durchwachsen, das ausstehende Volumen sank zum ersten Mal seit 2014 (-1,3% ggü. Vorjahr). Die Unternehmen schichteten angesichts einer rekordhohen Zinsdifferenz einmal mehr von Sicht- in Termingelder um.

**Flaute auch bei den Kapitalmarktemissionen.** Während es im Aktiengeschäft immerhin mehrere eher kleine Transaktionen gab, fehlte es dem Markt für Commercial Paper weiter an Schwung. Anleihen wurden sogar mehr zurückgezahlt als neu emittiert, was das schlechteste Quartalsergebnis seit 2008 bedeutete (EUR -2,8 Mrd.). Hier ist die neue Balance nach der Zinswende und dem Wegfall der EZB als dominantem Käufer offenbar noch nicht gefunden. Lediglich das Leasing lief in Q3 richtig rund und erzielte das beste Resultat seit Jahren.

## Konjunktur

**Deutsche Wirtschaft mit angezogener Handbremse.** In Q3 schrumpfte die deutsche Wirtschaftsleistung leicht. Der private Verbrauch konnte seine ansatzweise Erholung nicht fortsetzen. Während der Nettoaußenbeitrag das Wachstum stützte, dämpften die Vorratsveränderungen deutlich. Vom staatlichen Konsum sowie den Bau- und Ausrüstungsinvestitionen kamen jeweils leicht positive Impulse.

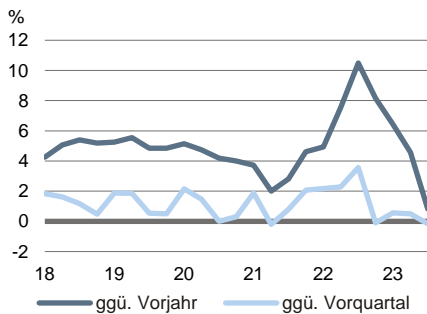
**Anpassung der Wachstumsprognosen für 2023 und 2024.** Auch in Q4 könnte die deutsche Wirtschaft erneut leicht schrumpfen. Erst im kommenden Frühjahr dürfte die Konjunktur dank weiter nachlassender Inflationsraten und Einkommenszuwächsen langsam wieder anziehen. Nicht zuletzt als Folge des schwachen Winterhalbjahres erwarten wir für 2024 noch einen Rückgang des BIP um 0,2%, nach -0,3% im abgelaufenen Jahr.



## Flaute im Kreditgeschäft und der Konjunktur hält in Q3 2023 an

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

Das im dritten Quartal traditionell eher gedämpfte Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen hat in diesem Jahr noch schwächer abgeschnitten als üblich. Das Kreditvolumen sank unter dem Strich um EUR 2,6 Mrd. bzw. 0,2% ggü. dem Stand von Juni. Im Vorjahresvergleich fiel das Wachstum sehr kräftig auf nur noch 0,8%. Das ist der niedrigste Wert seit 2015. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, dass im Herbst 2022 die Sorgen wegen der Energiekrise ebenso wie die Inflation auf ihrem Höhepunkt waren, und damit auch der Liquiditätsbedarf der Unternehmen, sodass die Kreditexpansion damals besonders stark war. Zugleich waren die Notfallkredite an Energiefirmen in die Bilanzen eingeflossen. Dementsprechend handelt es sich beim geringen Wachstumstempo der letzten Monate zum Teil um einen Basiseffekt. Daneben spielen aber auch die erheblich gestiegenen Zinsen und die mauen gesamtwirtschaftlichen Perspektiven eine bremsende Rolle – das deutsche BIP dürfte nicht nur in diesem Jahr, sondern ebenso 2024 leicht schrumpfen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Im **Euroraum** insgesamt befindet sich das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen (ohne Selbstständige) seit einigen Monaten de facto in der Stagnation. In Q3 war es sogar leicht rückläufig – nicht nur auf Sicht von drei Monaten (-0,6% bzw. EUR -30 Mrd.), sondern auch von 12 Monaten (-0,9%). Dabei verlief die Entwicklung in Italien (-8% ggü. Vorjahr), Spanien und den Niederlanden (beide -5%) wesentlich negativer als in Deutschland oder Frankreich (+2%).

Mit Blick auf die verschiedenen **Branchen** in Deutschland ist der Kreditabschwung in der gesamten Breite spürbar. Die ohnehin recht schwankungsanfälligen Kredite an die Industrie lagen Ende September bereits 2,2% im Minus ggü. Vorjahr, während das Plus bei den Selbstständigen auf nur noch 1% und im Dienstleistungssektor auf 2,8% abnahm. Das ist die niedrigste Rate seit 2015 bzw. 2016. Von 22 Einzelbranchen verzeichneten 15 einen geringeren Kreditbestand verglichen mit dem Vorquartal – die klare Mehrheit aller Wirtschaftszweige. Bei den Dienstleistern hätte es ohne das Schwergewicht der Wohnungsunternehmen im Aggregat ebenfalls einen Rückgang gegeben. Die Branchen, die sich im Vorjahresvergleich unter der Nulllinie befinden, stehen immerhin für 25% des gesamten Kreditbuchs der Banken mit Unternehmen und Selbstständigen, was unterstreicht, dass die Verlangsamung nicht auf wenige Bereiche konzentriert ist.

Innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes ging es im dritten Quartal mit einer Ausnahme – Holz/Papier/Möbel (EUR +0,2 Mrd. ggü. Juni) – flächendeckend abwärts. Besonders betroffen waren volkswirtschaftliche Kernbranchen – die Chemie (EUR -0,7 Mrd.), Maschinenbau/Auto und die Elektrotechnik (jeweils EUR -0,5 Mrd.).

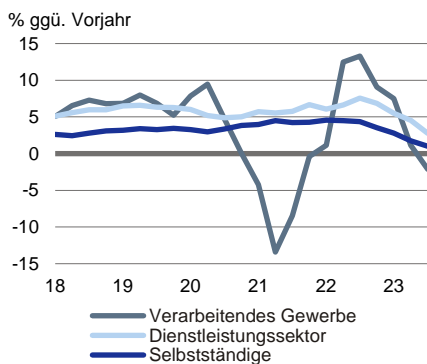
Unter den Dienstleistern schnitten Wohnungsunternehmen (EUR +3,6 Mrd.) und Gewerbeimmobilienfirmen (EUR +1,7 Mrd.) noch recht passabel ab, während die Kreditentwicklung mit Beteiligungsgesellschaften (EUR -1,8 Mrd.) und Telekom/Beratung/Werbung, den unternehmensnahen Dienstleistungen (EUR -0,9 Mrd.), eher enttäuschte.

Bei den übrigen Branchen wurden offenbar wieder Hilfskredite von Energieunternehmen an die staatlichen Förderbanken zurückgezahlt (Versorger/Bergbau insgesamt: EUR -2,9 Mrd. und Verkehr [inkl. Energietransport]: EUR -0,6 Mrd.). Darüber hinaus schwächte sich am Bau die Wachstumsdynamik ab (nur noch EUR +0,8 Mrd.).

Hinsichtlich der unterschiedlichen **Fristigkeiten** schlug sich die Entspannung und geringere Liquiditätshaltung vor allem in einem Rückgang der kurzfristigen Kredite nieder (Laufzeit < 1 Jahr). Diese liegen nicht nur erheblich (um 11,4%) unter

... nach Branche

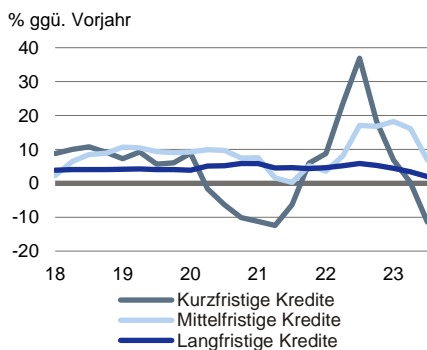
2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Fristigkeit\*

3

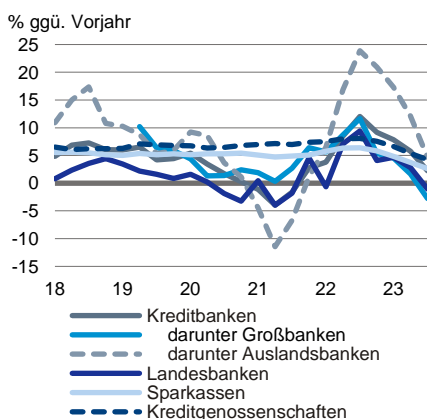


\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

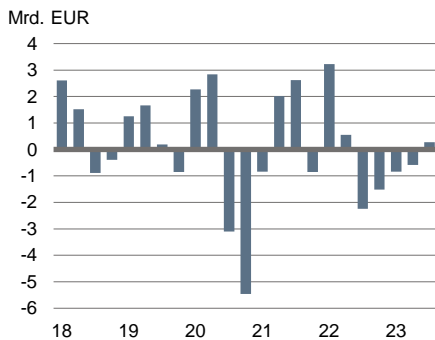
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Flaute im Kreditgeschäft und der Konjunktur hält in Q3 2023 an

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

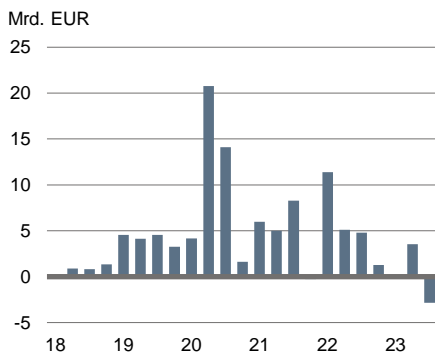
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

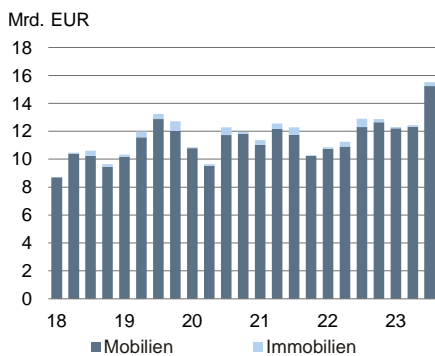
6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuavolumen\*

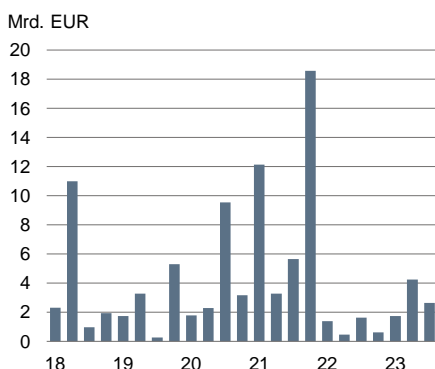
7



\* statistischer Bruch in Q1 2019. Entspricht nicht dem Gesamtmarkt.  
Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

dem Vorjahresniveau, welches aufgrund der vielfältigen Probleme und Sorgen in die Höhe getrieben worden war. Sondern auch im Quartalsvergleich war das Volumen spürbar rückläufig. Bei den bis zuletzt weiter gewachsenen mittelfristigen Ausleihungen war im vergangenen Vierteljahr ebenfalls etwas die Luft raus (nur noch +6,9% ggü. Vorjahr). Das gilt umso mehr für die längerfristigen Kredite mit einer Laufzeit von mehr als 5 Jahren, deren Plus (lediglich 2% über 12 Monate) so niedrig war wie zuletzt 2015. Neben der Belastung durch die höheren Finanzierungskosten dürfte dies auch die zunehmenden Fragen zur Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland reflektieren und folglich ein Ausdruck der aktuell mäßigen Investitionsbereitschaft der Unternehmen sein.

Dem Abschwung in der Kreditvergabe kann sich keine **Bankengruppe** entziehen. Am besten halten sich noch die Verbände aus Genossenschaftsbanken (+4,2% ggü. Vorjahr) und Sparkassen (+2,6%), die auch in Q3 einen Kreditanstieg verbuchten. Die Auslandsbanken stehen zwar auf Jahressicht noch davor (+4,7%), mussten zuletzt aber einen Rückgang hinnehmen. Bei den Großbanken (-2,8%) und den Landesbanken (-1,1%) ist der Kreditbestand bereits geringer als im Vorjahr. Für Erstere ist es die erste Schrumpfung seit der Neuformierung der statistischen Kategorie 2018. Bei den Förderbanken (einschl. DZ Bank) kommt ein Sondereffekt zum Tragen, da die vor einem Jahr gewährten Notkredite an Energiefirmen mittlerweile zu einem großen Teil zurückgezahlt worden sind. Dementsprechend liegt hier das Kreditvolumen ungefähr wieder auf dem Niveau vom Sommer 2022, vor der massiven Ausweitung (-18,6% ggü. Vorjahr).

Wie am Gesamtmarkt, so gab es auch bei den meisten Bankengruppen keine gravierenden branchenspezifischen Ausschläge während der Monate Juli bis September. Die Retailinstitute schnitten bei den Krediten an Wohnungsunternehmen noch gut ab, wohingegen die Großbanken ein kräftiges Minus in der Industrie und bei den Beteiligungsgesellschaften verzeichneten. Die Landesbanken erzielten Zuwächse vor allem im Handel, dem Rückgänge bei Versorgern/Bergbau und Telekom/Beratung/Werbung entgegenstanden. Die Auslandsbanken zeigten die gleichen Schwächen, aber darüber hinaus auch bei Beteiligungsgesellschaften und im Handel. Bei den Förderbanken schlug insbesondere die erwähnte Rückzahlung der Energie-Notkredite in den Bereichen Versorger/Bergbau und Verkehr ins Kontor.

### Andere Finanzierungsquellen

Einerseits ist der Markt für **Commercial Paper** von Nichtbanken von Juli bis September mit einer Nettoemission von EUR 275 Mio. wieder knapp in die schwarzen Zahlen zurückgekehrt. Andererseits war er zuvor auch vier Quartale in Folge geschrumpft und liegt im bisherigen Jahresverlauf immer noch im Minus.

Nach dem kleinen Lichtblick im Vorquartal ging es bei **Unternehmensanleihen** in Q3 wieder bergab. Netto wurden EUR -2,8 Mrd. emittiert, d.h. die Rückzahlungen überwogen deutlich. Das war der schwächste Wert in einem Vierteljahr seit 2008 und belegt einmal mehr, in welchem schwerem Fahrwasser sich der Markt für Schuldverschreibungen seit der Zinswende bewegt. In Euroland insgesamt betrug die Nettoemission EUR 6,8 Mrd. – ebenfalls ein ziemlich niedriges Ergebnis. Da die EZB auslaufende Papiere nicht mehr vollständig reinvestiert, sank in diesen drei Monaten der Nominalwert der von ihr gehaltenen Unternehmenstitel um EUR 8 Mrd., auf allerdings immer noch EUR 371 Mrd. Ein kompletter Abbau würde also bei diesem Tempo rein rechnerisch weitere 12 Jahre dauern.

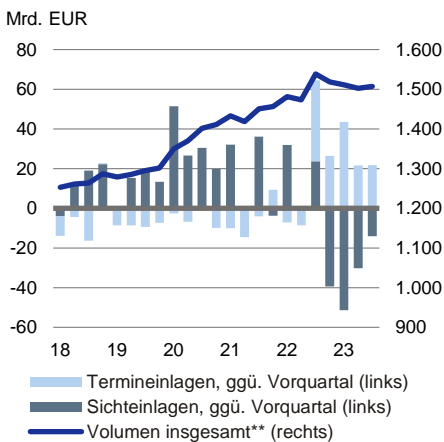
Dagegen hat sich im **Leasing** der jüngste Aufwärtstrend sogar beschleunigt. Im dominanten Mobilienbereich war Q3 mit einem Neugeschäft von EUR 15,2 Mrd. (+25% ggü. Vorjahr) das beste Quartal seit Jahren. Sehr erfolgreich lief es vor allem in den Segmenten Pkw (dem Schwergewicht halfen auch das Auslaufen von Sondereffekten und Preissteigerungen), Lkw & Busse sowie bei den (relativ volatilen) Luft- & Schienenfahrzeugen. Nicht ganz mithalten konnten Maschinen, Büroelektronik, und Immobilien.



## Flaute im Kreditgeschäft und der Konjunktur hält in Q3 2023 an

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen\*

9



\* einschließlich sonstiger Finanzinstitute  
 \*\* Enthält statistische Umklassifizierungen in Q3 20, Q3 & Q4 22 und Q3 23.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Angesichts einer durchwachsenen Börsenentwicklung kamen **Aktienemissionen** zwischen Juni und September erneut nicht richtig in Schwung. Es blieb bei mehreren eher kleinen Transaktionen aus verschiedenen Branchen, die sich auf EUR 2,6 Mrd. summierten.

### Einlagenvolumen

Die Substitution von (gering verzinsten) Sichteinlagen durch (höher rentierliche) Termingelder setzte sich auch im dritten Quartal fort. Erstere nahmen um EUR 14 Mrd. ab, Letztere um EUR 22 Mrd. zu. Allerdings fielen die Abflüsse bei Sichteinlagen milder aus als in den Vormonaten. Unter dem Strich erhöhten sich die Einlagen der Unternehmen und Selbstständigen damit zwar geringfügig, der Vorjahresvergleich ging jedoch auf -1,3% zurück – die erste Kontraktion seit 2014. Gleichzeitig kletterten die Termingelder auf den höchsten Stand seit sechs Jahren, den attraktiveren Zinskonditionen sei Dank (s. auch unten).

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

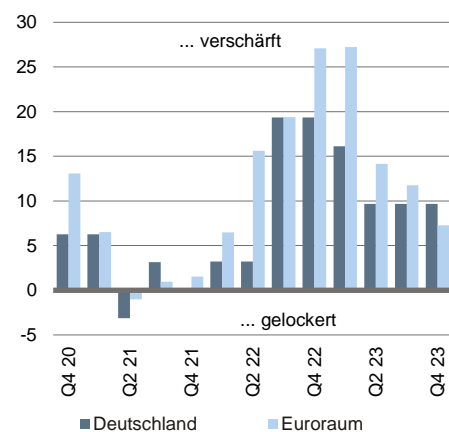
Nach den jüngsten Verschärfungen zeichnet sich mittlerweile eine vorsichtige Stabilisierung der generellen **Kreditstandards** ab. Im letzten Quartal berichteten netto nur 10% der Banken eine Straffung, verglichen mit den drei Monaten zuvor. Die konkreten Konditionen für neu ausgegebene Kredite wurden noch von 13% der Institute verschärft. Dabei ist vor allem bei den Margen für durchschnittliche Kredite eine Beruhigung absehbar, die zuletzt praktisch unverändert blieben. Allerdings waren sie in den 12 Monaten davor auch stärker gestiegen als bei riskanteren Darlehen. Im Euroraum als Ganzes sind die Trends ganz ähnlich.

Bislang immer noch relativ schwach zeigt sich die **Nachfrageseite**. 23% der Banken in Deutschland meldeten in Q3 einen weiteren Rückgang ggü. Vorquartal. Das lag erneut im Wesentlichen an den erhöhten Zinsen und einer gedämpften Investitionsneigung der Unternehmen. Bemerkenswert: Während die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten mehr oder weniger konstant blieb (was sich jedoch mit der tatsächlichen Volumenentwicklung nicht deckte), verzeichneten beträchtliche 35% der Banken einen Rückgang bei langfristigen Ausleihungen. In Euroland insgesamt beurteilten die Institute die Nachfragesituation sogar noch trüber als hierzulande.

Für das **zu Ende gehende Vierteljahr** erwarten die Banken in Deutschland eine weitere Verschärfung der Kreditstandards und ein Nachfrageminus, beides aber nur moderat. Langfristige Kredite dürften davon mehr betroffen sein als kurzfristige, die Verschärfung außerdem bei großen Unternehmen stärker ausfallen als bei KMU. Die EWU-Banken sehen das grundsätzlich ähnlich, sind nachfrageseitig allerdings etwas pessimistischer.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

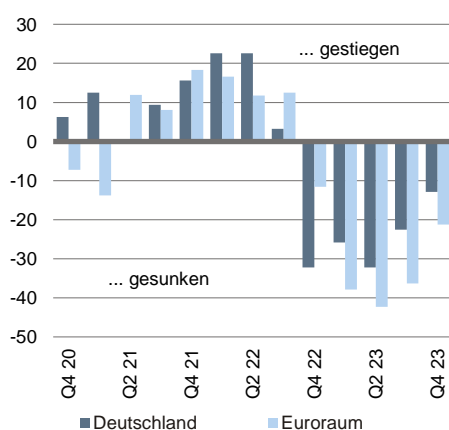


\* Q4 23 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

11



\* Q4 23 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

### Zinssätze

Die Auswirkungen des in der Geschichte der EZB beispiellos kräftigen Zinsanstiegs (von einem außerordentlich niedrigen Niveau aus) haben sich im **Kredit-Neugeschäft** zuletzt abgeschwächt und dürften bald zu Ende sein. Aufgrund der dürftigen Kreditnachfrage haben die Banken die Leitzinserhöhungen von 4,5 %-Punkten bis Ende September nicht vollumfänglich an die Unternehmen weitergegeben (im Durchschnitt nur rund 3,7 %-Punkte). Gerade langfristige Festzinskredite (Zinsbindung > 5 Jahre) sind in den letzten Monaten kaum noch teurer geworden und kosten im Mittel nur rund 4,1% p.a. – deutlich weniger als andere Kreditarten.

Die Spreizung der Zinsen für **Termin- und Sichteinlagen** erreichte im September ein neues 20-Jahre-Hoch von 2,7 %-Punkten. Erstere legten im dritten Quartal erneut um 0,4 %-Punkte zu, auf 3,6%. Auch Letztere stiegen an, allerdings um 0,3 %-Punkte auf bloß 0,9%. Beides sind die höchsten Werte seit 2008/09.

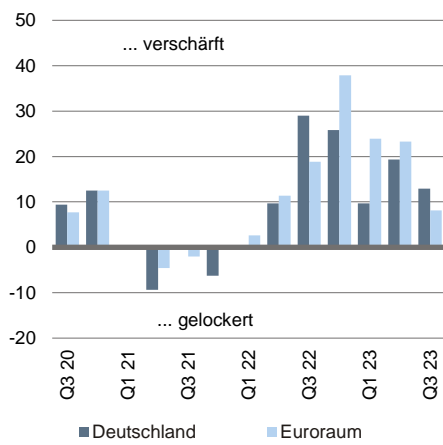
Jan Schilbach (+49 69 910-31717, jan.schilbach@db.com)



## Flaute im Kreditgeschäft und der Konjunktur hält in Q3 2023 an

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

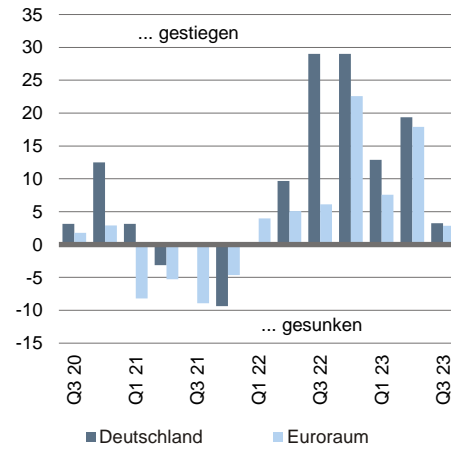
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

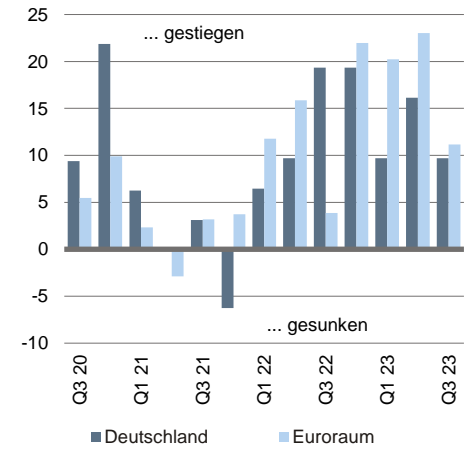
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

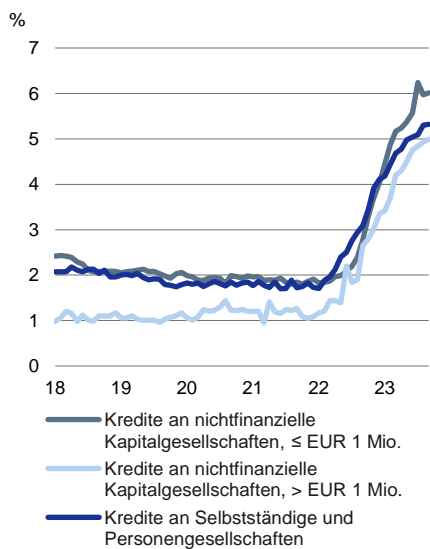
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

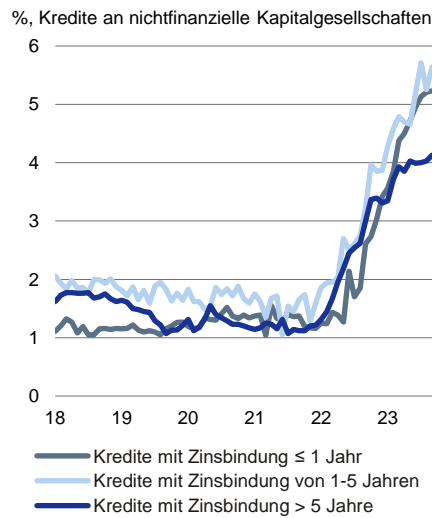
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

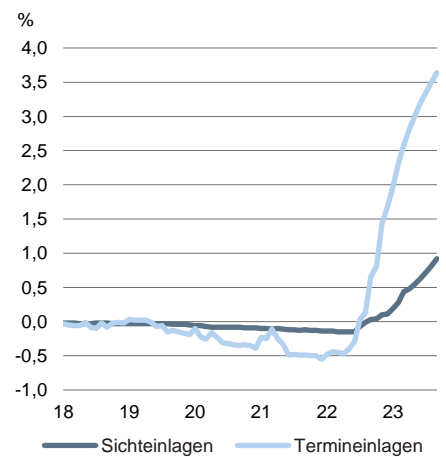
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



## Flaute im Kreditgeschäft und der Konjunktur hält in Q3 2023 an

### Deutsche Wirtschaft mit angezogener Handbremse

#### Deutschland: Konjunkturprognose 18

% ggü. Vj.	2022	2023P	2024P
Reales BIP	1,8	-0,3	-0,2
Privater Konsum	3,9	-1,0	0,9
Staatsausgaben	1,6	-2,3	0,5
Anlageinvestitionen	0,1	1,0	-0,6
Ausrüstungen	4,0	4,6	0,6
Bau	-1,8	-1,2	-2,5
Lager, %-Punkte	0,7	0,1	-0,4
Exporte	3,3	-1,8	0,5
Importe	6,6	-2,7	1,1
Nettoexport, %-Punkte	-1,2	0,4	-0,2
VPI (nat. Def.)	6,9	6,0	2,6
Staatsverschuldung, % BIP	66,1	64,4	64,8
Arbeitslosenquote, %	5,3	5,7	6,0
Budgetsaldo, % BIP	-2,5	-2,0	-1,6

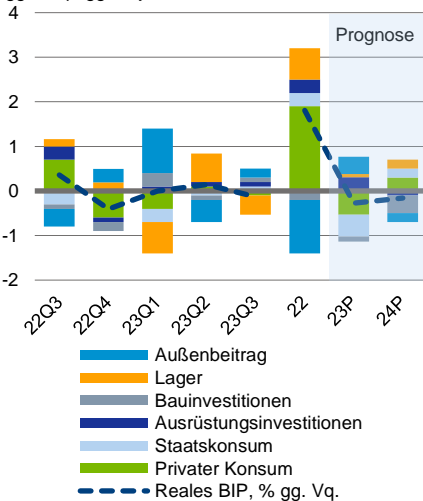
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- In Q3 schrumpfte die deutsche Wirtschaftsleistung leicht. Der private Verbrauch konnte seine ansatzweise Erholung nicht fortsetzen. Während der Nettoaußenbeitrag das Wachstum stützte, dämpften die Vorratsveränderungen deutlich. Vom staatlichen Konsum sowie den Bau- und Ausrüstungsinvestitionen kamen jeweils leicht positive Impulse.
- Auch in Q4 könnte die deutsche Wirtschaft erneut leicht schrumpfen. Erst im kommenden Frühjahr dürfte die Konjunktur dank weiter nachlassender Inflationsraten und Einkommenszuwächsen langsam wieder anziehen. Nicht zuletzt als Folge des schwachen Winterhalbjahres erwarten wir für 2024 dennoch einen Rückgang des BIP um 0,2%, nach -0,3% im abgelaufenen Jahr.

Die deutsche Wirtschaft verlor zum Ende des Sommers wieder an Kraft (BIP Q3: -0,1% ggü. Vq., Q2: 0,1%) und könnte auch im Schlussquartal 2023 um etwa 0,2% geschrumpft sein. Der private Verbrauch konnte in Q3 nicht an die leichte Erholung des Vorquartals anknüpfen. Zudem dämpften die Vorratsveränderungen das BIP-Wachstum um 0,4 %-Punkte. In dieser Gegenbewegung zu Q2 (+0,7 %-Punkte) spiegelt sich unter anderem die anhaltend schwache Industriekonjunktur bzw. anämische Nachfrage wider. Auch die Ex- und Importe entwickelten sich in Q3 entsprechend verhalten, leisteten aber in der Nettobetrachtung dennoch einen Wachstumsbeitrag von 0,2 %-Punkten. Leicht positive Impulse von je 0,1 %-Punkten kamen auch vom staatlichen Konsum und von den Bruttoanlageinvestitionen insgesamt.

#### Deutsches BIP und Komponenten: Privater Verbrauch stützt wieder in 2024 19

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



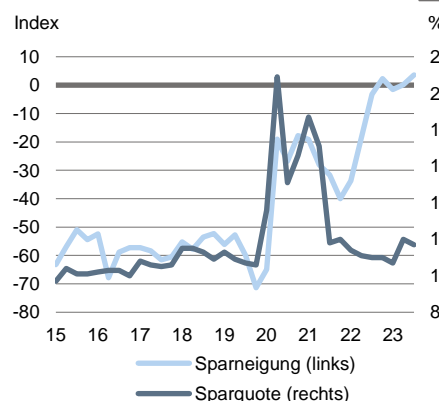
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Anpassung der Wachstumsprognosen für 2023 und 2024

Die nach wie vor eingetrübten Stimmungsindikatoren und die bereits für Q4 verfügbaren harten Daten deuten darauf hin, dass die deutsche Wirtschaft im Winterhalbjahr 2023/24 in einer leichten Rezession verharren wird. Erst im Verlauf des kommenden Frühjahrs dürfte die Konjunktur langsam anziehen, wenn weiter nachlassende Verbraucherpreisinflation (2023: 6%; 2024: 2,6%) und Lohnerhöhungen in größerer Breite wirksam werden. Als Folge der schwachen Konjunktur im Winterhalbjahr erwarten wir für das Jahr 2024 dennoch einen Rückgang des BIP um 0,2%, nach -0,3% im abgelaufenen Jahr.

Mit dem Kompromiss zum Bundeshaushalt 2024 dürfte ein Teil der Unsicherheit für die privaten Haushalte beseitigt worden sein, da keine bedeutenden Kürzungen bei den Sozialausgaben geplant sind, allerdings dürften die beschlossenen Maßnahmen die Konsumenten belasten. Der insgesamt restriktivere finanzpolitische Kurs dürfte die Wirtschaftsdynamik noch erheblich dämpfen.

#### Sparquote und Sparneigung 20



Quellen: GfK, Statistisches Bundesamt

### Private Haushalte üben sich vorerst noch in Kaufzurückhaltung

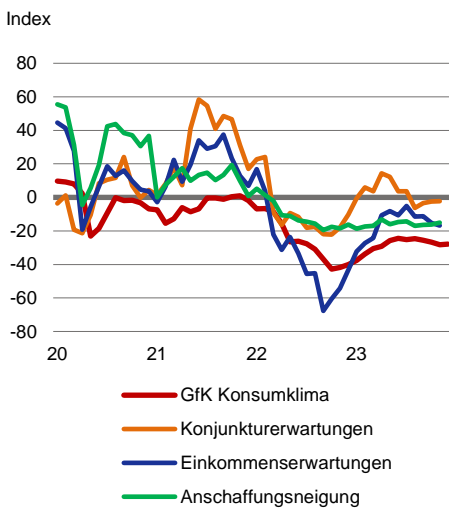
Im dritten Quartal ging der private Verbrauch um 0,3% ggü. Vq. zurück, nachdem er in Q2 noch um revidierte 0,2% expandierte. Trotz bereits nachlassender Verbraucherpreisinflation (Q3: 5,6% ggü. Vj.; Q2: 6,6%) und deutlich gestiegener Masseneinkommen (Q3: 7,6% ggü. Vj.) blieb die Anschaffungsneigung im Keller. Die Teilkomponente des GfK-Konsumklimaindex hat sogar in Q3 auf -15,9 nachgegeben. Zudem haben sich die Einkommenserwartungen nach einer zwischenzeitlichen Erholung im Verlauf von H2 wieder deutlich eingetrübt.

Auch die erhöhte Sparneigung dürfte die Konsumnachfrage gedämpft haben. Zwar gab die Sparquote in Abgrenzung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung in Q3 (11,7%; -0,3 %-Punkte ggü. Vq.) leicht nach, lag aber nach wie vor über ihrem langfristigen Mittel von knapp 11%.



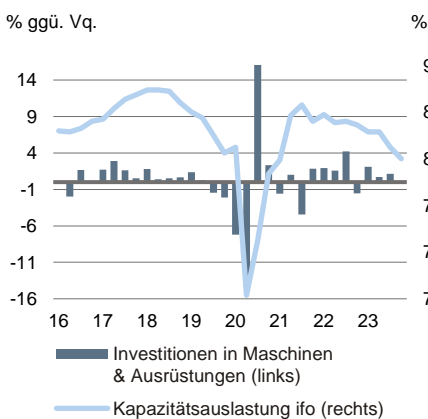
## Flaute im Kreditgeschäft und der Konjunktur hält in Q3 2023 an

### GfK Konsumklima vorerst weiter schwach 21



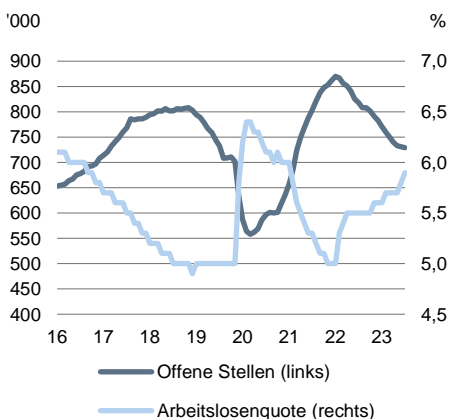
Quelle: GfK

### Kapazitätsauslastung flaut weiter ab 22



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

### Schwache Konjunktur hinterlässt Spuren am deutschen Arbeitsmarkt 23



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Im Jahr 2024 dürfte der private Verbrauch endlich wieder zu einem Wachstumsmotor werden, wenngleich sich die Beschleunigungsphase wahrscheinlich über das Jahr hinzieht. Wir erwarten ein Plus von knapp 1% (2023: -1%). Da sich die Verbraucherpreisinflation im kommenden Jahr weiter deutlich entspannen dürfte und absehbar ist, dass die Masseneinkommen erneut kräftig zulegen werden, könnten die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte mindestens um 1,5% zulegen.

Das Lohnwachstum (DBR-Prognose 2024: 5,5%) wird erneut kräftig ausfallen und auch die Transferleistungen werden deutlich ansteigen. Am 1. Januar soll das Bürgergeld für rund 5 Mio. Leistungsempfänger um durchschnittlich 12% bzw. EUR 61 pro Monat angehoben werden. Mitte des Jahres könnten die Altersrenten um 3,5% (endgültige Festlegung im Frühjahr 2024) für rund 21 Mio. Rentner steigen.

### Bauinvestitionen mit leichtem Plus und Ausrüstungsinvestitionen robust, nicht zuletzt dank Sonderfaktor

Die Bruttoanlageinvestitionen expandierten in Q3 um 0,6% ggü. Vq. (rev Q2: -0,3%). Trotz der anhaltend restriktiven Finanzierungsbedingungen und hohen Materialkosten expandierten die Bauinvestitionen in Q3 um 0,4% ggü. Vq. und verzeichneten damit einen kleinen positiven Rückprall nach revidiert -0,9% in Q2 (zuvor +0,2%). Bevor die Zinsen nicht nennenswert sinken, dürften sich Bauinvestitionen im Großen und Ganzen weiter deutlich negativ entwickeln, was sich auch in Vorlaufindikatoren wie Geschäftsklima und Baugenehmigungen zeigt. Zusätzlicher Gegenwind kommt von reduzierten Förderungen im Zuge des Kompromisses zum Bundeshaushalt 2024. Im Jahresdurchschnitt 2024 dürften die Bauinvestitionen mit -2,5% erneut schrumpfen, nach -1,2% in 2023.

Trotz des ungünstigen konjunkturellen Umfeldes legten die Ausrüstungsinvestitionen in Q3 um robuste 1,1% ggü. Vq. zu. Ein positiver Sonderfaktor dürften die Zulassungen gewerblich genutzter batterieelektrischer Fahrzeuge (BEV) gewesen sein, denn Ende August lief der entsprechende Umweltbonus aus. Somit kam es nach Daten des VDA zu einem kräftigen Vorzieheffekt. Kumuliert über die Monate August und September stieg der Absatz von BEV im Vorjahresvergleich um 55%. Für das Schlussquartal 2023 deuten die bis November verfügbaren Daten auf einen Rückprall, der die Ausrüstungsinvestitionen dämpfen dürfte. Zudem ist die Kapazitätsauslastung des Verarbeitenden Gewerbes in H2 weiter bis auf 82% gesunken, dem tiefsten Stand seit Q1 2021.

Angesichts der immer noch deutlich pessimistischen Einschätzung der Geschäftslage und nur langsamer Aufhellung der Erwartungen dürfte auch die Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen zunächst verhalten ausfallen. Nach einem kräftigen Plus von rund 4,5% im laufenden Jahr, dürften sie in 2024 eher verhaltene 0,6% zulegen.

### Schwache Konjunktur und strukturelle Faktoren belasten den Arbeitsmarkt

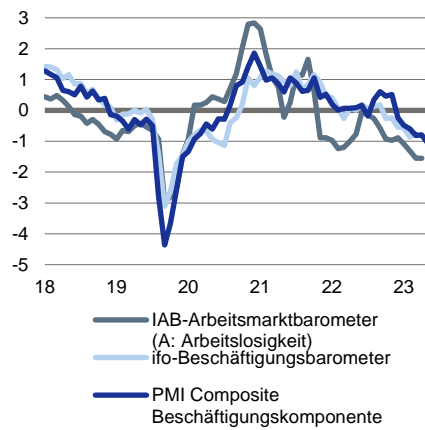
Der Arbeitsmarkt läuft im Konjunkturzyklus nach, daher zeigen sich die Auswirkungen der gegenwärtigen wirtschaftlichen Schwächephase erst allmählich. Im Verlauf von H2 ist die saisonbereinigte (sb.) Arbeitslosenzahl um rund 122.000 angestiegen, die Quote kletterte bis November auf 5,9%. Die Registrierung ukrainischer Flüchtlinge für den Bezug von Grundsicherung wirkte sich in 2023 auch noch auf die deutsche Arbeitslosenstatistik aus. Aber selbst ohne diesen Faktor wäre die Arbeitslosigkeit in 2023 spürbar um knapp 150.000 (Stand Nov.) angestiegen. Arbeitsmarktfrühindikatoren signalisieren zumindest bis Anfang



## Flaute im Kreditgeschäft und der Konjunktur hält in Q3 2023 an

Arbeitsmarktfrühindikatoren signalisieren vorerst weitere Abschwächung **24**

Standardisierte Werte



Quellen: ifo, IAB, S&P Global, HCOB, Deutsche Bank Research

2024 eine gedämpfte Einstellungsbereitschaft der Unternehmen und lassen zunächst noch monatliche Zuwächse der Arbeitslosigkeit in der Größenordnung von 15.000 Personen (sb.) erwarten.

Erst in H2 2024 dürften die monatlichen Arbeitslosenzahlen in saisonbereinigter Rechnung wieder leicht zurückgehen. Dennoch könnte die jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquote in 2024 auf 6% ansteigen und erst 2025 auf 5,8% sinken. Die Abschwächung der Arbeitsmarktdynamik spiegelt sich auch in der sinkenden Zahl offener Stellen wider. Bei den Arbeitsagenturen waren im November rund 729.000 Job-Offerten gemeldet. Das immer noch hohe Niveau erscheint jedoch zunehmend eher als Indiz struktureller denn zyklischer Probleme.

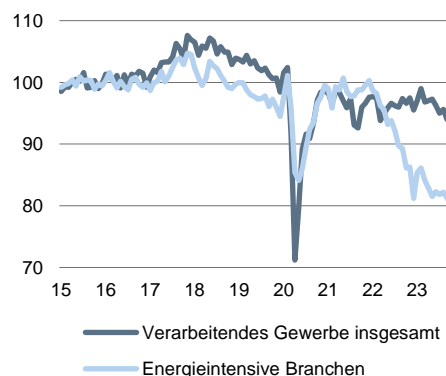
### Kräftige Tariflohnabschlüsse auch in 2024

Die Entwicklung der deutschen Löhne und Gehälter in den Jahren 2023 und 2024 ist stark geprägt von der Abfolge kräftiger steuer- und abgabenfreier Inflationsausgleichszahlungen (max. EUR 3.000 in Summe 2023/24) und nachgelagerten dauerhaft wirksamen prozentualen Lohnerhöhungen. Nachlassende Inflationsraten und schwache Konjunktur könnten die Durchsetzung ambitionierter Gewerkschaftsforderungen (z.B. ver.di für Groß- und Außenhandel: +13%, mind. EUR 400/Monat bei 12 Monaten Laufzeit) etwas dämpfen.

Im kommenden Jahr dürften die Tariflöhne (inkl. Einmalzahlungen) mit rund 5,5% deutlich kräftiger zulegen als in 2023 (4,2%). Dafür lassen sich im Großen und Ganzen drei Faktoren identifizieren. Erstens verzögerten sich im laufenden Jahr die Einigungen in großen Tarifbereichen. Deren Teilergebnisse können erst im Dezember 2023 (9. Dez. Einigung für Öffentlichen Dienst der Länder (o. Hessen)) bzw. hauptsächlich in den Jahren 2024 und 2025 wirksam werden. Letzteres dürfte insbesondere die rund 3,7 Mio. Beschäftigten im Einzel-, Groß- und Außenhandel betreffen. Das sind rund ein Drittel der Beschäftigten, für die in 2023 insgesamt Tarifverhandlungen anstanden. Zweitens wurden insbesondere die kräftigen tabellenwirksamen Anhebungen im Öffentlichen Dienst von Bund und Kommunen (2,4 Mio.) erst für Ende Q1 2024 vereinbart. Zu guter Letzt laufen in 2024 die Tarifverträge für knapp 12 Mio. Beschäftigte aus. Darunter fallen bis zur Jahresmitte Schwergewichte, wie die Chemische Industrie, die Leiharbeit oder das Bauhauptgewerbe. Die Verhandlungen in der Metall- und Elektroindustrie bzw. im Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden stehen erst in Q4 2024 und Q1 2025 an.

Produktion des Verarbeitenden Gewerbes leidet unter hohen Energiekosten **25**

Index, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Industrieproduktion dürfte 2024 erneut schrumpfen

Die Produktionsbehinderungen durch Lieferengpässe dürften sich zum größten Teil aufgelöst haben. So berichteten laut ifo Institut im Oktober nur noch rund 18% der befragten Unternehmen von Materialknappheiten. Im Gegensatz dazu stellen die im längerfristigen Vergleich immer noch hohen Energiepreise einen spürbaren Gegenwind dar. Im Oktober lag die Produktion in den energieintensiven Bereichen des Verarbeitenden Gewerbes (u.a. Chemie, Metallherstellung, Baustoffe) immer noch 7% unter dem Vorjahr und sogar gut 18% unter dem Niveau vom Februar 2022, dem Kriegsbeginn in der Ukraine. Dieser strukturelle Standortnachteil bremst natürlich auch andere Produktionsbereiche.

Mit Blick auf die Stimmungsindikatoren könnte der Tiefpunkt bereits erreicht oder durchschritten sein. Die Produktionserwartungen im Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe hellten sich zuletzt weiter auf und kletterten im Dezember auf 52,6 Punkte. Damit liegen sie seit sieben Monaten das erste Mal wieder über der Expansionsschwelle von 50. Allerdings sind harten Daten zufolge die Auftragseingänge (ohne Großaufträge) in den letzten Quartalen tendenziell rückläufig. Daher haben wir unsere Prognose für die Produktion des

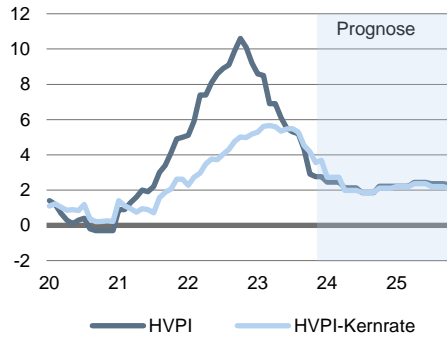


## Flaute im Kreditgeschäft und der Konjunktur hält in Q3 2023 an

Verarbeitenden Gewerbes auf -0,5% im Jahr 2023 (von Stagnation) und auf -1,5% im Jahr 2024 (von -0,5%) gesenkt. Die Risiken für 2024 liegen eher auf der Abwärtsseite.

### Inflation strebt zügig auf EZB-Zielwert zu 26

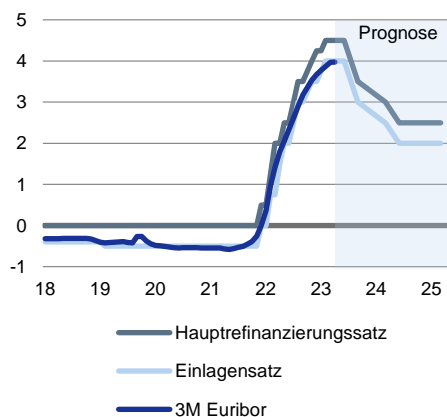
% ggü. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, EuroStat

### EZB Leitzinsen und Prognose 27

%



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

### EZB könnte die Leitzinsen schon ab April senken

Angesichts der jüngsten Folge von Inflationsdaten haben wir den erwarteten Zeitpunkt der ersten Leitzinssenkung sukzessive auf den 24. April (zuvor 24. Juni bzw. 24. September) vorgezogen, damit dürfte die EZB vor der Fed aktiv werden. In 2024 rechnen wir nunmehr mit Lockerung um insgesamt 150 Basispunkten (Bp.), beginnend mit jeweils 50 Bp. im April und Juni. Nach der jüngsten Pressekonferenz vom 14. Dezember schätzen wir das Risiko für einen noch früheren Beginn allerdings wieder geringer ein.

Erwartungsgemäß hielt die EZB an ihrer Guidance fest, dass nur ein ausreichend langes Beibehalten restriktiver Zinssätze die Inflation rechtzeitig wieder auf das Zielniveau bringen wird und ihre geldpolitischen Schritte datengetrieben vorgenommen werden. Präsidentin Lagarde betonte diese Datenabhängigkeit ganz besonders und wies darauf hin, dass es weniger eine „Zeitfrage“ sei. Der Verweis auf das kräftige Wachstum der Lohnstückkosten verlieh der Pressekonferenz sogar einen leicht „hawkischen“ Zungenschlag.

Entgegen unserer Erwartung kündigte die EZB bereits auf ihrer Dezembersitzung an, den Ausstieg aus den vollständigen PEPP-Reinvestitionen in H2 2024 beginnen zu wollen. Das Volumen soll um durchschnittlich EUR 7,5 Mrd. pro Monat (-50%) reduziert werden, bevor die Reinvestitionen Ende 2024 ganz eingestellt werden. All das unter der Voraussetzung geordneter Kapitalmarktverhältnisse. Trotz der Absenkung der EZB-internen Inflationsprognosen (2024: 2,7%; zuvor 3,2%; 2025: 2,1% (unverändert)) dürften diese immer noch zu hoch sein. Aus unserer Sicht (HVPI 2024/25: 2,2%/2,3%) könnte die EZB nach wie vor von der Geschwindigkeit überrascht werden, mit der die Inflation im Jahr 2024 zum Zielwert von 2% zurückkehrt, nicht zuletzt, da die Konjunkturprognose der EZB unseres Erachtens immer noch zu optimistisch ist.

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

© Copyright 2023. 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.