



Synchroner Abschwung von Konjunktur und Unternehmens- finanzierung in Q4 2023

8. März 2024

Autoren

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

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

Editor

Robin Winkler

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Robin Winkler

Unternehmensfinanzierung

Flaute im Kreditgeschäft hält an. Das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen hat zum Jahresende stagniert. Für 2023 insgesamt gab es nur ein leichtes Plus von 0,9% ggü. Vorjahr. Der jahrelange Kreditboom ist somit zu Ende. Davon betroffen sind fast alle Wirtschaftszweige und Bankengruppen, wobei die Genossenschaftsbanken weiter Marktanteile gewinnen, die Großbanken dagegen verlieren. Die Kreditstandards wurden in Q4 erneut leicht verschärft, stärkeren Einfluss dürfte jedoch unverändert die schwache Kreditnachfrage haben, die im fünften Quartal in Folge deutlich zurückging. Eine graduelle Stabilisierung zeichnet sich aber ab, vor allem dank nicht weiter steigender und möglicherweise bald wieder sinkender Zinsen. Die Banken haben die Leitzinserhöhungen auch nicht im vollen Umfang an ihre Kunden weitergegeben. Gestiegene Zinsen dürften dazu beigetragen haben, dass die Sichteinlagen am aktuellen Rand nicht weiter geschrumpft sind; die Einlagen insgesamt legten 2023 um lediglich 0,7% zu und damit so wenig wie zuletzt vor einem Jahrzehnt.

Kapitalmarktmissionen sehr schwach. Der Markt für Commercial Paper schrumpfte 2023 kräftig, um EUR 5,7 Mrd., d.h. so stark wie seit 2014 nicht mehr. Gleiches galt für Unternehmensanleihen, die mit einer Nettoemission von EUR -1,2 Mrd. sogar auf einem 15-Jahres-Tief landeten. Auch das Aktiengeschäft kam nicht in Schwung. Die gleichermaßen geringe Dynamik bei Kreditvergabe und Finanzierungsalternativen unterstreicht, dass dies vor allem auf eine mangelnde Finanzierungsnachfrage infolge der Zinswende und der milden Rezession zurückzuführen ist. Davon abkoppeln konnte sich nur das Leasing mit einem robusten Neugeschäft 2023 in Höhe von EUR 53 Mrd.

Konjunktur

Deutsche Konjunktur kühlt sich im Winterhalbjahr weiter ab. Im Schlussquartal 2023 schrumpfte die deutsche Wirtschaft um 0,3% ggü. Vq., nur dank marginaler Aufwärtsrevision von Q3 blieb eine technische Rezession aus. Privater und staatlicher Konsum konnten die negativen Impulse der Investitionskomponenten nur zum Teil ausgleichen. In Q1 2024 könnte die Wirtschaftsleistung erneut leicht zurückgehen. Trotz der ab Q2 wahrscheinlich einsetzenden langsamen Konjunkturbelebung dürfte die Wachstumsdelle des Winterhalbjahres in Verlauf des Jahres kaum auszugleichen sein. Vor diesem Hintergrund erwarten wir im Jahresdurchschnitt 2024 einen Rückgang des deutschen BIP um 0,2%.

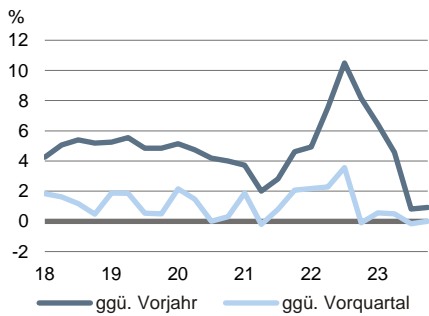
EZB: Erste Leitzinssenkung nun im Juni erwartet. Da sich die Konjunktur in der Eurozone weniger schwach entwickelt als in Deutschland, kann sich die EZB mit dem Beginn ihres Lockerungszyklus mehr Zeit lassen. Wir erwarten die erste Leitzinssenkung von 25 Basispunkten nun im Juni. Im Gesamtjahr 2024 dürfte EZB die Leitzinsen um 125 Basispunkte absenken, gefolgt von weiteren 75 Basispunkten in 2025.



Synchroner Abschwung von Konjunktur und Unternehmensfinanzierung in Q4 2023

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

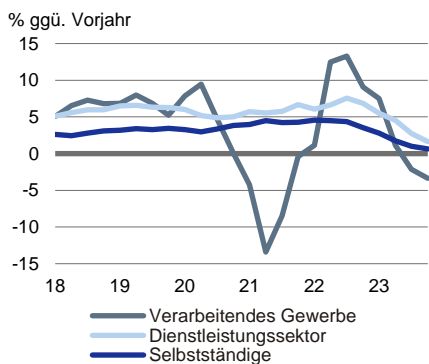
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Im Schlussquartal des Jahres hat das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen stagniert. Das ist ein relativ schwaches Ergebnis, auch unter Berücksichtigung üblicher saisonaler Trends. Es zeigt sich keine Belebung nach einem bis dahin schon ausgesprochen gedämpften Jahresverlauf. In den meisten Wirtschaftszweigen ging es mit der Kreditvergabe weiter abwärts, was lediglich durch eine Verbesserung in wenigen Branchen verdeckt wurde. Insgesamt liegt das Kreditvolumen ggü. dem Vorjahresniveau weiterhin nur leicht im Plus (+0,9%). Ein so geringes Kreditwachstum gab es zuletzt im Jahr 2014. Andererseits schrumpft der Kreditbestand immerhin nicht, was keine Selbstverständlichkeit ist: i) Der Markt hat einen jahrelangen Kreditboom hinter sich, mit dem Höhepunkt während der Energiekrise zu Beginn des Ukrainekriegs, inkl. der Notkredite an Energiefirmen (insofern ist die aktuell gebremste Kreditvergabe zum Teil auch auf einen Basiseffekt zurückzuführen). ii) Die Zinsen sind in den letzten beiden Jahren drastisch gestiegen. iii) Die deutsche Volkswirtschaft befindet sich in einer milden Rezession, was die Kreditnachfrage deutlich dämpft. Unter dem Strich dürfte sich das Kreditumfeld erst später im Jahr schrittweise aufhellen, wenn die Gesamtwirtschaft wieder auf den Expansionspfad zurückgekehrt ist und die in den nächsten Monaten erwarteten Zinssenkungen der EZB erste Wirkung zeigen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

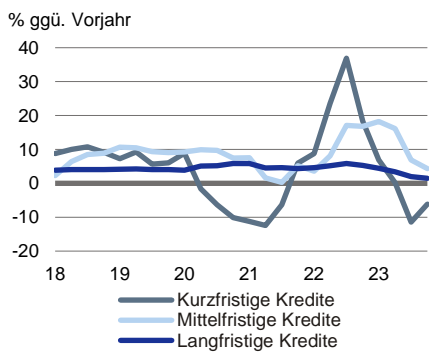


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** als Ganzes setzte sich die Stagnation der Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen (ohne Selbstständige) ebenfalls fort. In Q4 gab es einen minimalen Anstieg von 0,1% (EUR 7 Mrd.) ggü. Vorquartal; für das Gesamtjahr standen -0,1% zu Buche. Dahinter verbergen sich allerdings erhebliche Länderunterschiede: Während einige mittelgroße Volkswirtschaften solides Wachstum verzeichneten, und Frankreich und die Niederlande immerhin ein stabiles Kreditvolumen erlebten, ging es in Italien und Spanien deutlich bergab (jeweils -5% ggü. Vj.).

... nach Fristigkeit*

3



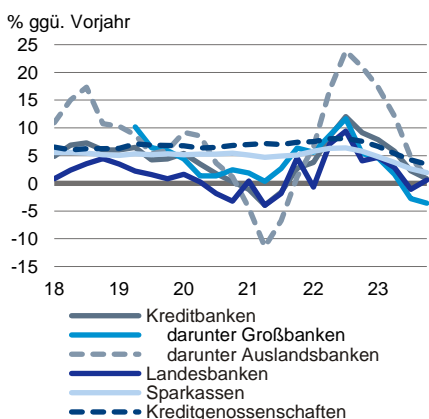
* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den verschiedenen **Branchen** in Deutschland hielt die Verlangsamung der Kreditdynamik in der Breite an. Die Kredite an das Verarbeitende Gewerbe lagen im Dezember 3,4% niedriger als 12 Monate zuvor, im Dienstleistungssektor ging das Plus auf nur noch 1,6% zurück und bei den Selbstständigen auf 0,6%. Das waren die schwächsten Werte seit 2015 bzw. 2014. In 15 der 22 Einzelbranchen sank der Kreditbestand in Q4 ggü. September. Die Wirtschaftszweige, die auf Jahressicht einen Rückgang hinnehmen mussten, stehen zusammen schon für 32% des gesamten Kreditbuchs der Banken mit Unternehmen und Selbstständigen. Der Anteil ist 2023 sukzessive immer weiter geklettert.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Innerhalb der Industrie stand unter dem Strich in allen Branchen ein Minus im Vorjahresvergleich, mit Ausnahme von Holz/Papier/Möbel, wo das Kreditgeschäft stagnierte. Während es für Maschinenbau/Auto und die Elektrotechnik noch relativ glimpflich ausging (je -1%), traf es mit Metall (-4%) und v.a. der Chemie (-8%) zwei andere volkswirtschaftliche Kernbranchen wesentlich härter.

Bei den Dienstleistern ist der Abschwung ähnlich kräftig, aber von einem höheren Niveau. Insbesondere in Branchen, die vor einem Jahr Wachstumstreiber waren, lief die Kreditvergabe zuletzt erheblich verhaltener. Das gilt für Wohnungsunternehmen, wo sich nach Jahren des Booms nun der Kater am Immobilienmarkt niederschlug (nur noch +4% ggü. Vorjahr, der geringste Wert seit 2016), ebenso wie für Beteiligungsgesellschaften (-5%) und Telekom/Beratung/Werbung, die unternehmensnahen Dienstleistungen (+1%). Die ebenfalls schwergewichtigen Kredite an Gewerbeimmobilienfirmen hielten sich – allen Markturbulenzen zum Trotz – mit +2% verhältnismäßig wacker.

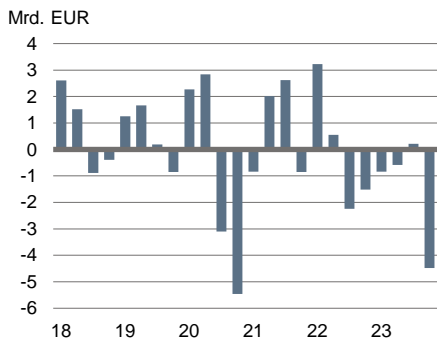
Die sonstigen Wirtschaftszweige trugen maßgeblich zur insgesamt stabilen Kreditvergabe im Vergleich mit Q3 bei. Entscheidend dafür war die Erholung bei



Synchroner Abschwung von Konjunktur und Unternehmensfinanzierung in Q4 2023

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

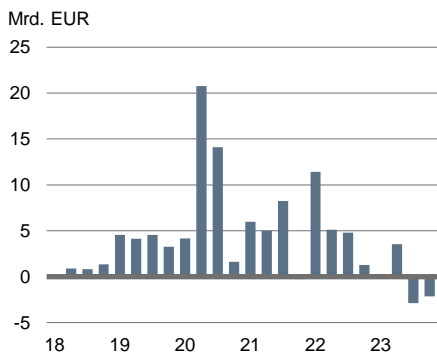
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

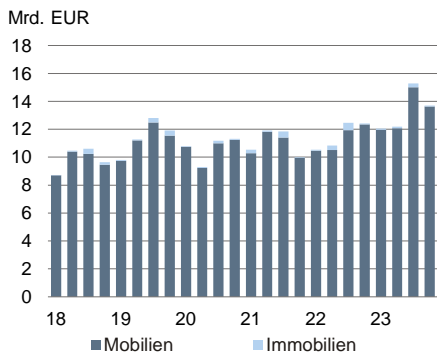
6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuavolumen*

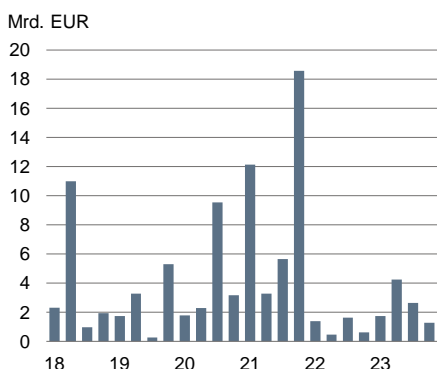
7



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

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

den Versorgern/Bergbau (nur noch -1% ggü. Vorjahr) und die Beschleunigung im Handel (auf +3%). Am Bau trifft das Gleiche zu wie für Wohnungsunternehmen – das Plus von 4% war das niedrigste seit fast sechs Jahren. Das Kreditbuch mit dem Verkehr und der Landwirtschaft schrumpfte (-4% bzw. -1%).

Auch mit Blick auf die unterschiedlichen **Fristigkeiten** trübte sich das Bild im vergangenen Vierteljahr weiter ein. So ging zwar das Minus der (ziemlich volatilen) kurzfristigen Ausleihungen (Laufzeit < 1 Jahr) auf 6,2% über die letzten 12 Monate zurück. Gleichzeitig schwächte sich aber auch das Wachstum der langfristigen Kredite mit einer Laufzeit von mehr als 5 Jahren erneut ab, auf lediglich 1,5% – ein Neun-Jahres-Tief und kein gutes Zeichen für die Investitionsbereitschaft der Unternehmen angesichts erhöhter Zinsen und eines unsicheren Standort-Umfelds. Die mittleren Laufzeiten nahmen nur noch um 4,4% zu.

Der abnehmende Schwung im Kreditgeschäft betrifft sämtliche **Bankengruppen**. Die meisten weisen jedoch noch positives Kreditwachstum aus, während bei den Großbanken und staatlichen Förderbanken (einschl. DZ Bank) ein deutlicher Rückgang der ausstehenden Kredite zu Buche steht (-3,6% bzw. -10,3% ggü. Vorjahr). Letztere hatten allerdings 2022 erhebliche Notfallliquidität für Energiefirmen bereitgestellt, die mit dem Abflauen der Energiekrise schrittweise zurückgeführt oder durch Eigenkapital ersetzt werden konnte, sodass ihr Kreditvolumen heute wieder auf dem Stand vom Sommer 2022 liegt. Bei den Großbanken hatte es diesen Sondereffekt so nicht gegeben. Die übrigen Bankengruppen werden mittlerweile erneut von den Kreditgenossenschaften angeführt (+3,4%), gefolgt von den Sparkassen (1,9%), Auslandsbanken (1%) und Landesbanken (0,6%).

Die Genossenschaftsbanken schnitten zwischen Oktober und Dezember in ihrer traditionellen Domäne Wohnungsunternehmen gut ab, ebenso wie bei den Versorgern/Bergbau. Das galt auch für die Sparkassen, die ansonsten aber andere Schwerpunkte verzeichneten – bei ihnen lief es rund im Kreditgeschäft mit Gewerbeimmobilienfirmen, im Gegensatz zur Industrie und dem Handel. Bei den Auslandsbanken überwog das Minus in der Industrie (insbesondere bei der Chemie und Maschinenbau/Auto) das Plus im Verkehr. Die Landesbanken schafften als einzige Bankengruppe einen Zuwachs im Verarbeitenden Gewerbe, während die Großbanken in einer Vielzahl von Branchen Rückschläge hinnehmen mussten. Für Sparkassen und Großbanken war es das schwächste Quartal seit 2014 bzw. 2018 (als die statistische Kategorie neu formiert wurde).

Andere Finanzierungsquellen

Auch die meisten Finanzierungsalternativen litten 2023 angesichts hoher Finanzierungskosten und einer stagnierenden Realwirtschaft unter geringer Dynamik.

Nach einem (saisonal üblichen) dürftigen Q4 kamen **Commercial Paper** von Nichtbanken im Gesamtjahr auf eine Nettoemission von EUR -5,7 Mrd., d.h. die Rückzahlungen dominierten. Das war der geringste Wert seit 2014.

Der Markt für **Unternehmensanleihen** schrumpfte 2023 ebenso, und das zum ersten Mal seit 2008. Unter dem Strich stand eine Nettoemission von EUR -1,2 Mrd., ggü. durchschnittlich EUR +16,7 Mrd. im letzten Jahrzehnt. In Euroland als Ganzes lief es dagegen etwas besser. Hier wurden 2023 mit netto EUR 35 Mrd. doppelt so viele Schuldtitel begeben wie im Vorjahr, auch wenn das immer noch ein vergleichsweise niedriges Niveau ist. Offenbar suchen Angebot und Nachfrage weiter nach einem neuen Gleichgewicht angesichts der kräftig gestiegenen Renditen und des Wegfalls der EZB als dem wichtigsten Käufer der letzten Jahre. Der Nominalwert der von der Notenbank gehaltenen Papiere sank 2023 aufgrund reduzierter Reinvestitionen um EUR 20 Mrd. auf EUR 370 Mrd.

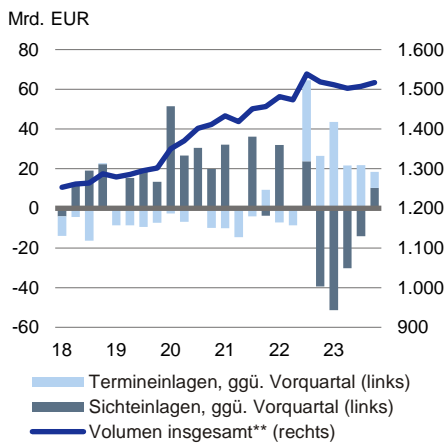
Lediglich das **Leasing** konnte mit einem Plus im Gesamtjahr von 15% ggü. 2022, auf EUR 53,2 Mrd., überzeugen und die gedämpfte Geschäftsentwicklung der Coronazeit endgültig hinter sich lassen. Das lag allerdings zum Teil auch an



Synchroner Abschwung von Konjunktur und Unternehmensfinanzierung in Q4 2023

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



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

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Lieferschwierigkeiten im Vorjahr in den volumenstarken Segmenten Pkw und Lkw & Busse, so dass Aufträge erst mit Verzögerung abgearbeitet werden konnten. Der Bereich Baumaschinen schnitt ebenfalls sehr gut ab. Deutliche Rückgänge verzeichneten hingegen Maschinen für die Produktion und Immobilien.

Trotz einer insgesamt positiven Börsenentwicklung kamen **Aktienemissionen** im vergangenen Jahr (auch in Q4) nicht in Fahrt. Es gab fast keine Börsengänge sowie wenige mittelgroße Kapitalerhöhungen im Gesamtwert von EUR 9,9 Mrd.

Einlagenvolumen

Nach vier rückläufigen Quartalen legten die Sichteinlagen der Unternehmen und Selbstständigen zum Jahresabschluss wieder zu, um bereinigt EUR 10 Mrd. Da auch die Termingelder erneut wuchsen, wenngleich mit EUR 8 Mrd. schwächer als zuvor, drehte der 12-Monats-Vergleich insgesamt leicht ins Plus (+0,7%). Die höheren Zinsen dürften dabei geholfen haben (s. auch unten).

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

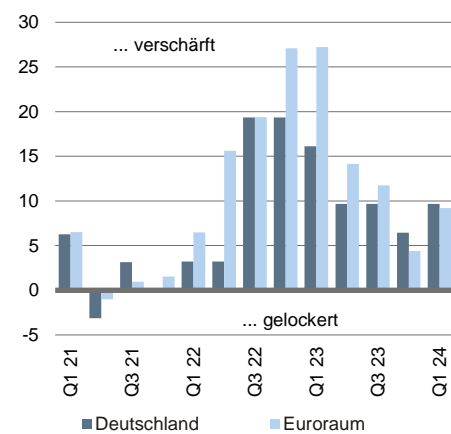
Die Verschärfung der **Kreditstandards** ist noch nicht ganz zu Ende, ein geringer Anteil der Banken hält an weiteren Schritten fest. So strafften im Schlussquartal netto 6% der befragten Institute die allgemeinen Kreditstandards ggü. den drei Monaten davor, wobei dies mehr für große Unternehmen als für KMU galt. Die Ursachen waren im Wesentlichen die höher eingeschätzten Konjunktur- und Bonitätsrisiken. Auch bei den Margen gab es keine größeren Veränderungen mehr. In der EWU insgesamt waren die Trends recht ähnlich.

Die **Kreditnachfrage** hatte sich seit Herbst 2022 deutlich stärker abgeschwächt. Jedoch zeichnet sich hier ebenfalls eine Verbesserung ab: In Q4 registrierten noch 16% der Banken in Deutschland eine Abnahme ggü. Q3. Sowohl bei kleinen wie auch bei großen Firmen fiel die Verringerung wesentlich moderater aus als in den Vorquartalen. Gründe für das Minus waren einmal mehr die hohen Zinsen und eine gedämpfte Investitionsneigung. Kaum anders war die Situation in Euroland als Ganzes.

Für das laufende **Vierteljahr** gehen wie zuvor 10% der Institute in Deutschland von einer Verschärfung der Kreditstandards aus. Bei großen Unternehmen sind es allerdings 28% und damit so viele wie zuletzt 2022. Gleichzeitig rechnen nur noch 6% mit einem weiteren Nachfrageminus. Im Euroraum sind die Banken optimistischer – hier erwartet ein minimaler Nettoanteil von 2% sogar einen Anstieg der Kreditnachfrage.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10



* Q1 24 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

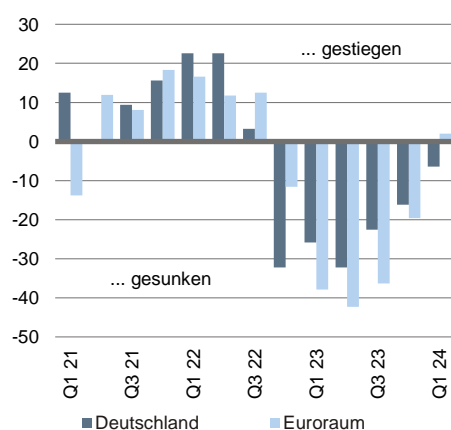
Zinssätze

Das Zinsniveau im **Kredit-Neugeschäft** dürfte seinen Höchststand erreicht haben, im vierten Quartal gab es unter dem Strich keinen weiteren Anstieg ggü. Juli-September. Der Straffungszyklus der EZB ist offensichtlich beendet, in den nächsten Monaten stehen Senkungen an. Aufgrund der Nachfrageschwäche haben die Banken die Leitzinserhöhungen (von 4,5 %-Punkten) nicht komplett an die Unternehmen weitergereicht (im Durchschnitt nur 3,6 %-Punkte). Am teuersten sind kleinere Kredite an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.), die 6% p.a. kosten. Mit Abstand am günstigsten bleiben langfristige Festzinskredite (Zinsbindung > 5 Jahre) mit nur 3,8%, wo die Zinsen zuletzt auch schon wieder rückläufig waren. Die übrigen Kreditkategorien liegen allesamt bei 5-5½%.

Auch bei den Zinsen für **Termin- und Sichteinlagen** ist das Ende der Fahnenstange voraussichtlich erreicht. Sie sind in den letzten Monaten im Gleichklang gestiegen, d.h. der Abstand ist nicht noch mehr gewachsen. Erstere haben die 1%-Marke überschritten, Letztere liegen bei 3,7%. Das sind die höchsten Werte seit der Finanzkrise und sicherlich ein Grund für die jüngste Stabilisierung der Einlagenvolumina.

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

11



* Q1 24 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

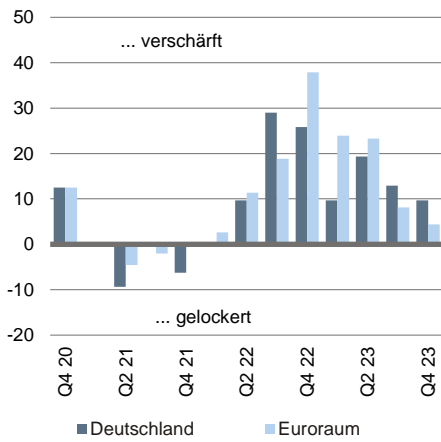
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Synchroner Abschwung von Konjunktur und Unternehmensfinanzierung in Q4 2023

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

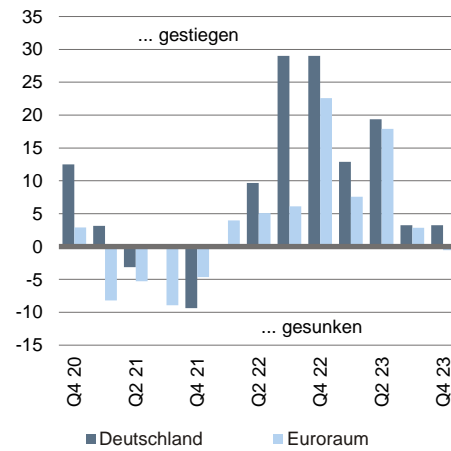
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

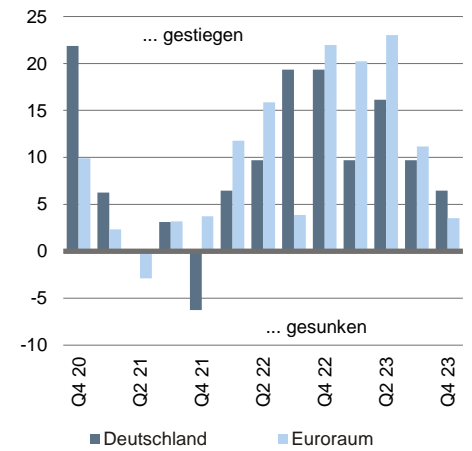
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

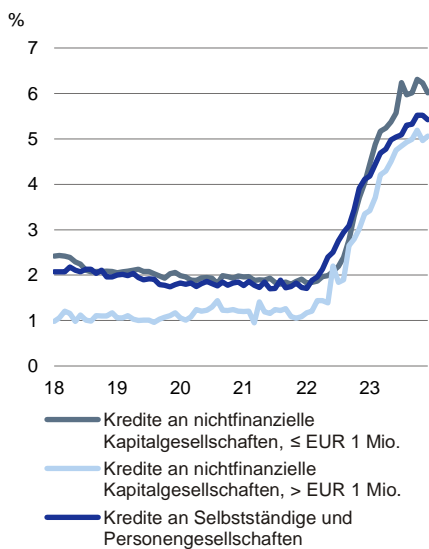
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

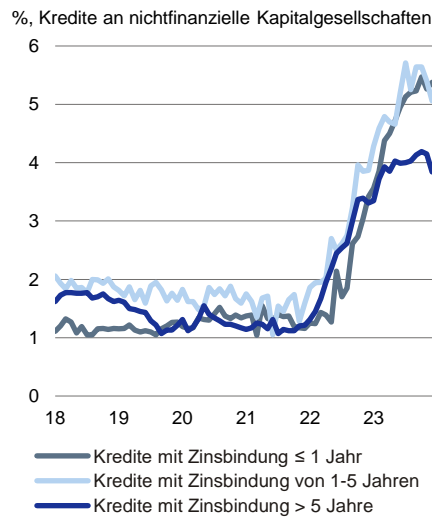
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

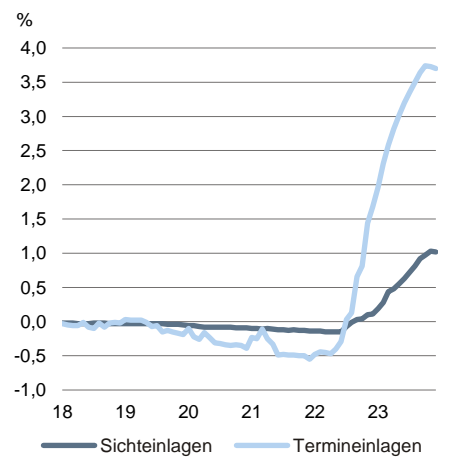
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



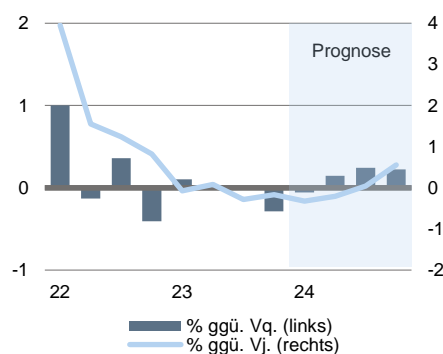
Quelle: EZB



Deutsche Konjunktur kühlt sich im Winterhalbjahr weiter ab

- Im Schlussquartal 2023 schrumpfte die deutsche Wirtschaft um 0,3% ggü. Vq., nur dank marginaler Aufwärtsrevision von Q3 blieb eine technische Rezession aus. Privater und staatlicher Konsum konnten die negativen Impulse der Investitionskomponenten nur zum Teil ausgleichen.
- In Q1 2024 könnte die Wirtschaftsleistung erneut leicht zurückgehen. Trotz der ab Q2 wahrscheinlich einsetzenden langsamen Konjunkturbelebung dürfte die Wachstumsdelle des Winterhalbjahres kaum auszugleichen sein. Vor diesem Hintergrund erwarten wir im Jahresdurchschnitt 2024 einen Rückgang des deutschen BIP um 0,2%.

Deutsche Wirtschaft startet schwach in das Jahr 2024 18



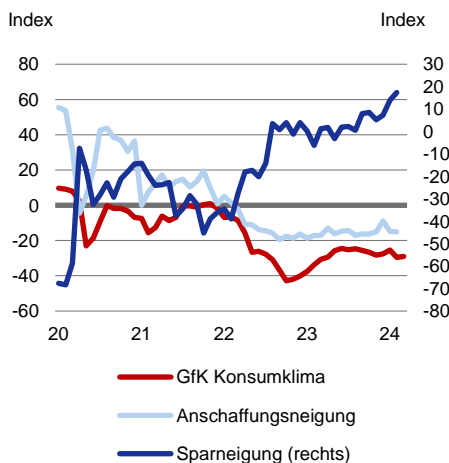
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Zum Jahresende 2023 verlangsamte sich die deutsche Konjunktur spürbar. Sowohl die Bau- als auch die Ausrüstungsinvestitionen dämpften das BIP-Wachstum in Q4 um jeweils 0,2 %-Punkte. Zudem schlugen die Vorratsveränderungen mit -0,1 %-Punkten zu Buche. Hingegen stützten der private Verbrauch und die staatlichen Konsumausgaben das Quartalswachstum mit je 0,1%-Punkten. Wie gewöhnlich wurde zum Schlussquartal auch das bis dahin veröffentlichte Jahresprofil überarbeitet. Danach stagnierte das BIP in Q3 im Vorquartalsvergleich (zuvor -0,1%), sodass eine technische Rezession ausblieb.

Für das laufende Q1 lassen die bis Anfang März verfügbaren Daten einen erneuten Rückgang des BIP um 0,2% ggü. Vq. erwarten. Ab Q2 dürfte sich die Konjunktur dann zumindest langsam beleben. Vor allem vom Zusammenspiel weiter nachlassender Verbraucherpreis-inflation (2024: 2,2%) und steigender Löhne (2024: 5,5%) sind im weiteren Jahresverlauf positive Impulse für den privaten Verbrauch zu erwarten. Wahrscheinlich wird aber ein Teil durch den Kaufkraftverlust aus den letzten drei Inflationsjahren und die noch erhöhte Sparneigung absorbiert. Da sich die übrigen Verwendungskomponenten im Jahresdurchschnitt schwach entwickeln dürften – nicht zuletzt infolge ausgeprägter statistischer Unterhänge – könnte die deutsche Wirtschaft im laufenden Jahr erneut leicht schrumpfen.

Privater Verbrauch nur mit Mini-Wachstum in Q4

GfK Konsumklima: Sparneigung weiter deutlich erhöht 19



Quelle: GfK

Im Schlussquartal 2023 zog der Konsum der privaten Haushalte wieder leicht an (0,2% ggü Vq.; Q3: -0,2%). Trotz bereits schwächerer Verbraucherpreis-inflation (Q4: 3,6% ggü. Vj.) und weiter kräftig gestiegener Masseneinkommen (Q4: 7,6%) blieb die vom GfK-Konsumklima gemessene Kaufneigung schwach. Im Gegenzug legte die Sparneigung zu, was sich dann in der unverändert erhöhten Sparquote von 11,4% in Q4 widerspiegelte. In Q1 2024 trübte sich das GfK-Konsumklima insgesamt noch etwas weiter ein. Die Sparneigung kletterte im Februar sogar auf den höchsten Stand seit Oktober 2008. Es wird wohl noch einige Zeit brauchen, bis sich die kaufkraftstützenden Trends der Inflations- und Lohnentwicklung deutlicher im realen privaten Verbrauch niederschlagen. Erst ab Q2 sind dann etwas kräftigere positive Impulse für das Wirtschaftswachstum zu erwarten.

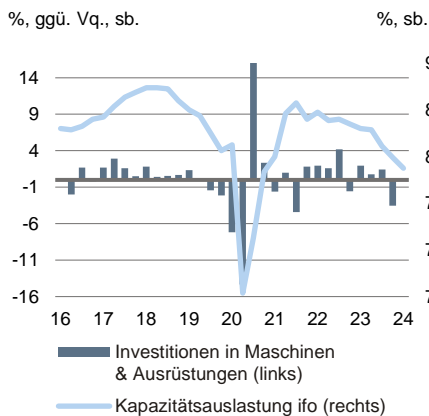
Bau- und Ausrüstungsinvestitionen mit ausgeprägten Rückgängen

Angesichts einer ganzen Reihe negativer Faktoren schrumpften die Bruttoanlageinvestitionen in Q4 mit knapp 2% ggü. Vq. recht deutlich. Die Bauinvestitionen (Q4: -1,7% ggü. Vq.) litten weiterhin unter den restriktiven Finanzierungsbedingungen. Zudem könnten sich auch die außergewöhnlich hohen Niederschlagsmengen während der Monate Oktober bis Dezember ungünstig auf die



Synchroner Abschwung von Konjunktur und Unternehmensfinanzierung in Q4 2023

Kapazitätsauslastung flaut in Q1 weiter ab 20

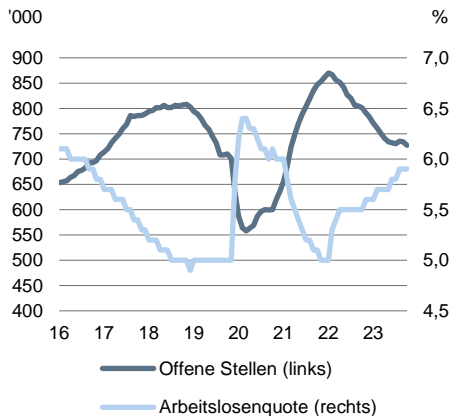


Bauaktivität ausgewirkt haben. Der Ausblick für 2024 ist vorerst weiter eingetrübt, zumindest solange sich das Zinsumfeld nicht deutlich verbessert.

Mit -3,5% ggü. Vq. schrumpften die Ausrüstungsinvestitionen noch deutlicher. Neben dem Finanzierungsumfeld dürfte sich auch ein Rückprall bei den Zulassungen gewerblicher Pkw negativ ausgewirkt haben. Zuvor kam es in Q3 zu einem kräftigen Vorzieheffekt, da im August der Umweltbonus für gewerblich genutzte batterieelektrische Fahrzeuge ausgelaufen war. Nach dem kräftigen Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen in Q4 wäre eine zumindest verhaltene Gegenbewegung nicht ungewöhnlich. Da die Kapazitätsauslastung in Q1 (81%) aber nochmals fast 1 %-Punkt nachgegeben hat und das Stimmungsumfeld weiter sehr schwach ist dürfte eine kräftigere Belebung ausbleiben. Eine zusätzliche Hypothek resultiert aus der außerordentlichen Abschwächungs-dynamik Ende 2023.

Schwache Konjunktur schlägt auf robusten Arbeitsmarkt durch

Schwache Konjunktur schlägt auf robusten Arbeitsmarkt durch 21

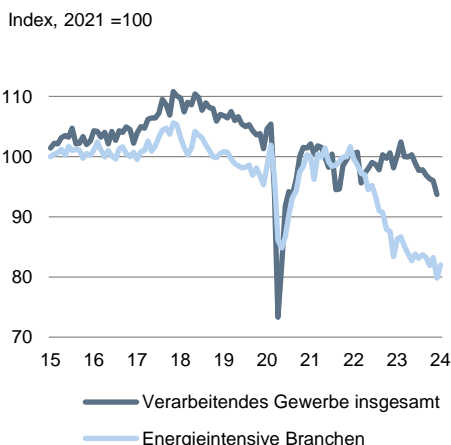


Im Schlussquartal 2023 stieg die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl um weitere 54.000 Personen an. Die entsprechend Arbeitslosenquote kletterte in Q4 leicht auf 5,8%. Mit Blick auf die bis Februar vorliegenden Daten dürfte sie in Q1 bei 5,9% liegen. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit spielte die Registrierung ukrainischer Flüchtlinge für den Bezug von Grundsicherung zuletzt kaum mehr eine Rolle für die Entwicklung der Arbeitslosenzahl.

Die zyklische Abschwächung der Arbeitsmarktdynamik spiegelt sich auch in der sinkenden Zahl offener Stelle wider. Bei den Arbeitsagenturen waren im Februar rund 727 Tsd. Job-Offerten gemeldet. Das immer noch hohe Niveau dürfte angesichts der 2,8 Mio. Arbeitslosen jedoch eher strukturelle Anpassungsprobleme widerspiegeln. Im Vorjahresvergleich schwächte sich der Aufwuchs sozialversicherungspflichtiger Beschäftigungsverhältnisse in Q4 auf 0,6% (Q3: 0,7%) ab.

Tariflöhne steigen auch in 2024 deutlich

Produktion des Verarbeitenden Gewerbes leidet weiter unter hohen Energiekosten 22



Im Winterhalbjahr war die Tariflohnentwicklung hauptsächlich noch von kräftigen steuer- und abgabenfreien Inflationsausgleichszahlungen geprägt, zuletzt beispielsweise EUR 1.500 im Februar für die rund 3,7 Mio. Tarifbeschäftigten der Metall- und Elektroindustrie. Außerordentlich kräftige prozentuale Anstiege wurden dann zum 1. März im Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden (2,4 Mio.) fällig. Je nach Entgeltgruppe und Einstufung lagen die bereits im April 2023 vereinbarten Anhebungen (Laufzeit 24 Monate) nun zwischen 8 ½ und 13%, in der untersten Gruppe sogar bei gut 16%. In der ersten Jahreshälfte stehen unter anderem Tarifverhandlungen für die Leiharbeit, das Bauhauptgewerbe und die Chemieindustrie an. Die Gewerkschaftsforderungen liegen je nach Branche zwischen gut 6% und etwa 13%, meist für eine Laufzeit von 12 Monaten. Im Jahresdurchschnitt 2024 könnten die Tariflöhne um gut 5 ½% zulegen, nach 3,7% in 2023.

Industrieproduktion mit anhaltendem Gegenwind

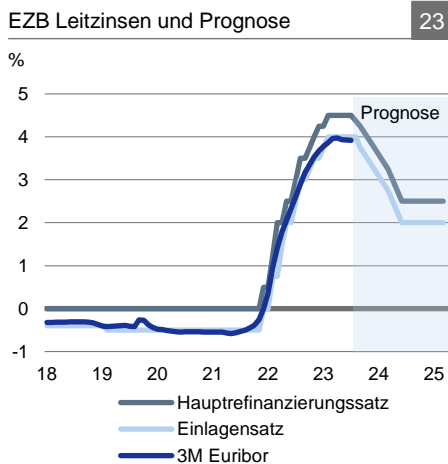
Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes ist in Q4 mit -2,2% ggü. Vq. nochmal stärker geschrumpft als in Q3. Daher startet das Jahr 2024 mit einem erheblichen statistischen Unterhang. Angesichts der Signale von den verschiedenen Stimmungsindikatoren dürfte die Industrieproduktion in Q1 erneut schrumpfen. Erst im weiteren Verlauf von 2024 ist ein moderater Anstieg zu erwarten, nicht zuletzt dank einiger positiver Impulse vom Außenhandel. Dennoch dürfte die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes im Jahresdurchschnitt



Synchroner Abschwung von Konjunktur und Unternehmensfinanzierung in Q4 2023

2024 um 2,5% (2023: -1,2%) zurückgehen. Vor allem energieintensive Industriezweige (u.a. Chemieindustrie, Metallherzeugung) sind von den im internationalen Vergleich hohen Energiepreisen belastet. Zudem sind strukturelle Umwälzungen, wie die Elektromobilität oder die Digitalisierung allgemein für viele Branchen eine Herausforderung.

EZB: Erste Leitzinssenkung nun im Juni erwartet



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Da sich die Konjunktur in der Eurozone nicht ganz so schwach entwickelt, kann sich die EZB mit dem Beginn ihres Lockerungszyklus mehr Zeit lassen. Zudem hat die Erstmeldung zur HVPI-Rate im Februar mit 2,6% ggü. Vj. leicht nach oben überrascht, und auch die Kernrate (3,1%) schwächte sich weniger ab als erwartet. Unter dem Strich erwarten wir die erste Leitzinssenkung von 25 Basispunkten nun im Juni. Im Gesamtjahr 2024 dürfte EZB die Leitzinsen um 125 Basispunkte absenken, gefolgt von weiteren 75 Basispunkten in 2025.

Da die Zentralbank immer wieder betont, datengetrieben zu agieren, wird entscheidend sein, ob und in welchem Ausmaß die kommenden Inflations- und Wachstumsdaten überraschen. Im Zuge der März-Sitzung hat die EZB unter anderem ihre Prognose für den HVPI in 2024 von 2,7% auf 2,3% nach unten angepasst. Wir erwarten, dass sich die Inflation in der Eurozone bis Q3 auf die Zielmarke von 2% abschwächen könnte, während die Kernrate noch mindestens bis Mitte 2025 darüber verharren dürfte.

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

© Copyright 2024. 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.