



# Kreditgeschäft und Konjunktur: Mühsamer Weg aus der Stagnation

31. Juli 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](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Robin Winkler

## Unternehmensfinanzierung

**Kreditvergabe stagniert weiter, aber Nachfrage zieht langsam an.** Im üblicherweise starken ersten Quartal ist das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen nur um EUR 5 Mrd. gestiegen und lag damit 0,7% höher als vor einem Jahr. Es ist die schwächste Zunahme seit einem Jahrzehnt, aber immerhin kein Einbruch. Auch die Zwischenergebnisse für Q2 zeigen bislang keine Besserung. Allerdings scheint sich das Kreditgeschäft mit dem Dienstleistungssektor zu stabilisieren, während sich die Schrumpfung im Verarbeitenden Gewerbe verstärkt. Der Abschwung in den Immobilienbranchen hält an. Alle Laufzeitbänder tendieren zum Nullwachstum. Die Großbanken verlieren weiter Marktanteile, obwohl auch die Genossenschaftsbanken und Sparkassen die geringste Dynamik seit der Finanzkrise verzeichnen. Die Kreditstandards sind mittlerweile fast stabil. Dagegen hat die Kreditnachfrage der Unternehmen im zweiten Quartal spürbar ins Plus gedreht (u.a. dank einer höheren Investitionsneigung) und die Aussichten sind ebenfalls verhalten positiv. Dabei helfen die partiell bereits gesunkenen Zinsen, wobei sich der Effekt durch weitere Zinssenkungen der EZB im zweiten Halbjahr verstärken dürfte. Auf der Einlagenseite setzt sich die Substitution von Sicht- durch Termingelder angesichts eines unverändert großen Zinsunterschieds fort.

**Durchwachsener Jahresstart der Finanzierungsalternativen.** Bei Eigenkapital-emissionen verlief das Geschäft unspektakulär – es gab keine nennenswerten Kapitalerhöhungen, aber immerhin fanden wieder Börsengänge statt. Der Markt für Commercial Paper schrumpfte erneut, während nach dem schwachen Vorjahr von Januar bis März netto fast EUR 5 Mrd. an neuen Anleihen begeben wurden. Im Leasing normalisierte sich das zuletzt hohe Expansionstempo.

## Konjunktur

**Ansatzweise Frühjahrserholung konnte nicht Tritt fassen.** Die deutsche Wirtschaft schrumpfte in Q2 überraschend um -0,1% ggü. Vq., nach einem leichten Plus von 0,2% in Q1. Wachstumsimpulse kamen zu Jahresbeginn vom Außenbeitrag und von den Bauinvestitionen. Trotz bereits vorhandener Kaufkraftgewinne schrumpfte der private Verbrauch in Q1 im Vorquartalsvergleich. Gemäß dem knappen Kommentar der Schnellmeldung zum BIP in Q2 waren sowohl die Bau- als auch die Ausrüstungsinvestitionen rückläufig. Zum privaten Verbrauch gab es keine Informationen. Aufgrund von Revisionen fällt der statistische Unterhang aus 2023 nun geringer aus. Mit Blick auf unsere Wachstumsprognose von 0,2% für das Gesamtjahr 2024 relativiert sich damit der negative Effekt des schwachen Q2.

**EZB mit vorsichtiger, datengetriebener Lockerung.** Die EZB dürfte ihren im Juni begonnenen Lockerungszyklus mit quartalsweisen Leitzinssenkungen um je 25 Basispunkte bis Ende 2025 fortsetzen. Für das laufende Jahr erwarten wir somit noch zwei Zinsschritte, und zwar im September und Dezember.

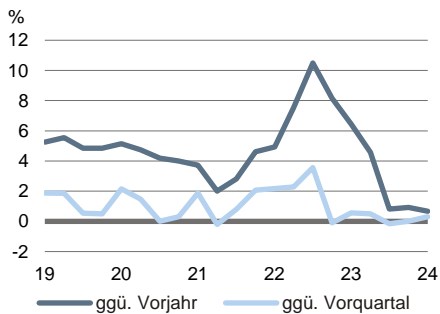


## Kreditgeschäft und Konjunktur: Mühsamer Weg aus der Stagnation

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1

### Unternehmensfinanzierung in Deutschland



\* ohne sonstige Finanzinstitute

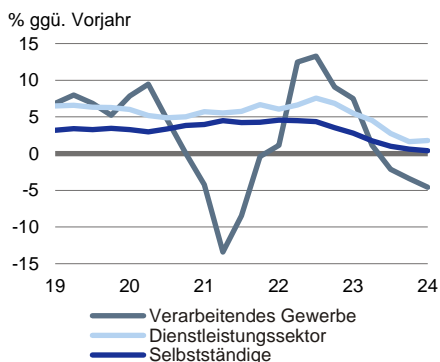
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

#### Kreditvolumen

Die Stagnation der Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige hat auch zu Jahresbeginn angehalten. Von Dezember bis März stieg das Kreditvolumen um EUR 5,1 Mrd. bzw. 0,3% und lag damit 0,7% höher als im Vorjahr. Das ist das geringste 12-Monats-Plus seit einem Jahrzehnt (auch in den Zwischenergebnissen für Q2 hat sich daran wenig geändert). Obwohl der jahrelange Kreditboom nun vorbei ist – einen Einbruch gibt es ebenfalls nicht. Das unterscheidet den Abschwung in Deutschland von früheren Krisenzeiten in anderen europäischen Ländern. Der Kreditbestand ist übrigens seit Ende 2014 von EUR 1,17 Bill. auf heute EUR 1,66 Bill. geklettert; ein Zuwachs um kräftige 42%. Gleichzeitig hat sich allerdings bei der realen Verschuldung gar nichts getan. Die Bankkredite an den deutschen Unternehmenssektor entsprachen damals wie heute genau 40% des BIP, aufgrund des Wirtschaftswachstums und der teilweise zweistelligen Inflation über diesen Zeitraum. Eine erneute Belebung des Kreditgeschäfts dürfte erst langsam im Zuge weiterer Zinssenkungen der EZB und der beginnenden gesamtwirtschaftlichen Erholung in den nächsten Monaten einsetzen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

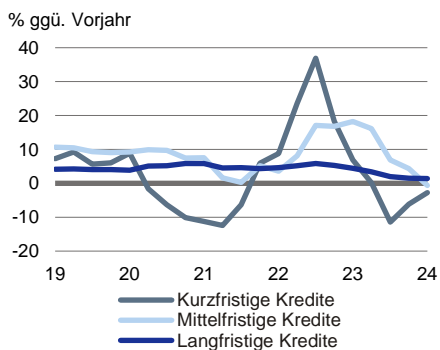


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** insgesamt läuft die Kreditvergabe wie schon in früheren Jahren etwas schwächer als in Deutschland. So blieb das ausstehende Volumen mit nichtfinanziellen Unternehmen (ohne Selbstständige) in Q1 konstant und lag gegenüber Vorjahr leicht im Minus (-0,4%). Einmal mehr herrschen dabei jedoch große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern: Während Deutschland und die Niederlande einen milden Anstieg verzeichnen, ist es in Frankreich ein ebenso kleiner Rückgang und in Italien und Spanien weiterhin eine beträchtliche Schrumpfung in Höhe von rund 4%.

... nach Fristigkeit\*

3



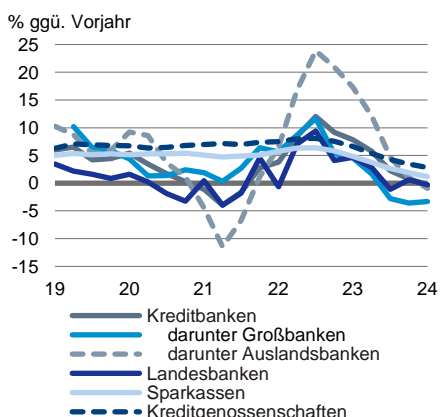
\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich der verschiedenen **Branchen** in Deutschland zeigt sich ein gemischtes Bild. Einerseits verstärkte sich die Kontraktion im Verarbeitenden Gewerbe (-4,6% ggü. Vj.) und auch dem Wachstum der Kredite an Selbstständige scheint die Luft auszugehen (nur noch +0,4% – geringster Wert seit 2014). Andererseits ging es beim in absoluter Betrachtung größten Segment, den Krediten an den Dienstleistungssektor, nicht weiter bergab (+1,8%). Möglicherweise findet hier bereits eine Bodenbildung statt. Diese Dichotomie ist auch in der Realwirtschaft zu beobachten und wird ebenso mit Blick auf die Einzelbranchen sichtbar. Zum einen mussten sämtliche Industriebranchen im Jahresvergleich ein geringeres Kreditvolumen hinnehmen. Insgesamt machen die Wirtschaftszweige, für die das gilt, 22% des Kreditbuchs der Banken mit Unternehmen und Selbstständigen aus. Zum anderen ist das aber ein niedrigerer Wert als zuletzt und in Q1 gab es immerhin in 17 von 22 Einzelbranchen einen Zuwachs gegenüber Vorquartal. Das ist zwar zum Teil saisonal bedingt (das erste Quartal ist üblicherweise das stärkste), jedoch auch mehr als in Q1 2023.

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den Industriebranchen stach von Januar bis März das Minus von EUR 0,7 Mrd. bei Maschinenbau/Auto hervor. In der Regel steht für diese volkswirtschaftliche Kernbranche ein kräftiges Plus zu Buche. Abgesehen davon war es für das Verarbeitende Gewerbe ein relativ unspektakuläres Vierteljahr.

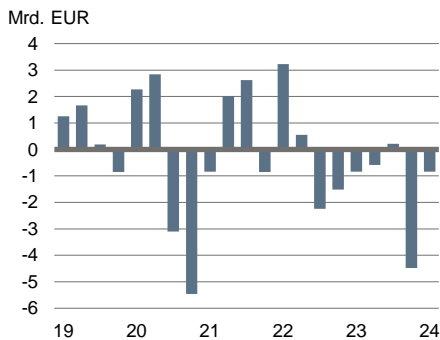
Innerhalb des Dienstleistungsgewerbes war die Schwäche der Immobilienbranchen auffällig – Wohnungsunternehmen kamen nur auf einen Anstieg von EUR 1,3 Mrd. (der geringste Quartalswert seit 2015), bei Gewerbeimmobilien verringerte sich der Kreditbestand sogar um EUR 1 Mrd. (das erste Minus überhaupt seit 2015). Auf der anderen Seite legten die zuletzt geschrumpften Beteiligungsgesellschaften wieder deutlich zu (EUR +2,4 Mrd.) und auch Telekom/Beratung/Werbung, die unternehmensnahen Dienstleistungen, entwickelten sich robust (EUR +1,3 Mrd.).



## Kreditgeschäft und Konjunktur: Mühsamer Weg aus der Stagnation

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



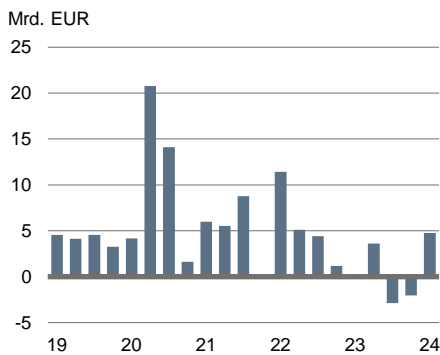
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bei den sonstigen Wirtschaftszweigen schnitten Versorger/Bergbau in Q1 gut ab (EUR +1,9 Mrd.), während im Verkehr der größte Rückgang seit acht Jahren (EUR -2,7 Mrd.) offenbar nicht zuletzt an zurückgezählten Corona-Hilfen lag. Im Handel lief es nicht rund (EUR -0,8 Mrd.) und der saisonal normalerweise schwungvolle Bau verzeichnete – ähnlich den übrigen Immobilienbranchen – den schlechtesten Jahresauftakt seit 2011 (nur EUR +0,3 Mrd.).

Mit Blick auf die unterschiedlichen **Fristigkeiten** hielt die Beruhigung an und die Ausschläge nahmen ab, in beide Richtungen. So ließ die Expansion der mittelfristigen Ausleihungen (Laufzeit 1-5 Jahre) weiter nach, mittlerweile liegt das Volumen in der Tat minimal unter Vorjahresniveau (-0,6%), erstmals seit 2015. Umgekehrt tendieren die kurzfristigen Kredite nach der beträchtlichen Kontraktion im letzten Jahr nun zur Stabilisierung (nur noch -2,7%). Gegenüber dem Vorquartal kaum verändert hat sich das (niedrige) Jahreswachstum der langfristigen Darlehen (+1,4%).

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Der kraftlosen Kreditvergabe kann sich keine **Bankengruppe** entziehen. Selbst die Retailverbände, die in Krisenzeiten meist noch relativ solide abschneiden, verspüren erheblichen Gegenwind. Bei Kreditgenossenschaften und Sparkassen verlangsamte sich das Kreditwachstum zuletzt auf 2,8% bzw. 1,2% gegenüber Vorjahr, das niedrigste Niveau seit Beginn der Finanzkrise 2007. In weiten Teilen des Bankensystems sind die Unternehmenskredite sogar rückläufig, so bei den privaten Kreditbanken, den Landesbanken (jeweils -0,3% ggü. Vj.) und den staatlichen Förderbanken (einschl. DZ Bank) (-5,3%). Innerhalb der Kreditbanken sind insbesondere die Großbanken weiterhin deutlich unter Wasser (-3,3%), aber auch bei den Auslandsbanken hat der Schwung stark nachgelassen (-1%).

In der allgemein sehr durchwachsenen Kreditvergabe in Q1 gab es nur wenige Einzelentwicklungen, die herausragten: i) das kräftige Plus der Großbanken im Kreditgeschäft mit den Beteiligungsgesellschaften, ii) die geringe Dynamik der Genossenschaftsbanken bei den Krediten an Dienstleister (ohne den Anstieg bei Wohnungsunternehmen hätte es hier sogar einen absoluten Rückgang gegeben, was seit 2011 nicht mehr vorgekommen ist), und iii) die signifikante Abnahme der Kredite der Förderbanken an den Verkehr, was vor allem auf die Rückzahlung von Corona-Hilfen zurückzuführen war.

### Andere Finanzierungsquellen

Viele alternative Finanzierungsformen schnitten von Januar bis März ebenso mäßig ab wie die Kreditvergabe.

Bei **Commercial Paper** von Nichtbanken setzte sich die Schrumpfung fort (Nettoemission von EUR -841 Mio. zum Jahresauftakt).

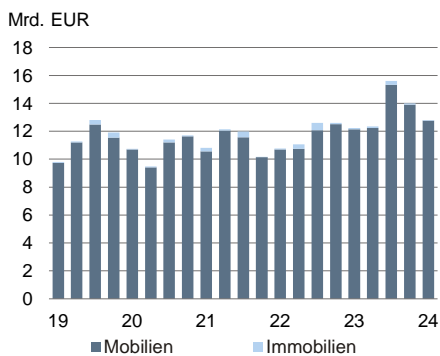
Nach dem Rückgang des Marktvolumens 2023 konnten sich **Unternehmensanleihen** jetzt zumindest etwas erholen. Netto wurden im ersten Quartal Papiere in Höhe von EUR 4,8 Mrd. neu begeben – ein ordentlicher Wert. Im Eurogebiet als Ganzes standen dagegen nur EUR 11,9 Mrd. zu Buche, ein verhältnismäßig verhaltener Jahresstart. Die EZB baute ihre Bestände langsam weiter ab, der Nominalbetrag sank um EUR 8 Mrd. auf EUR 362 Mrd.

Im **Leasing** legten die Neuabschlüsse um 4,7% gegenüber dem Vorjahr zu, auf EUR 12,8 Mrd. Damit hat sich die Dynamik nach dem hohen Wachstum der vergangenen 18 Monate wieder weitgehend normalisiert. Bei Pkw lief es erneut sehr gut, im Gegensatz zu Maschinen für die Produktion, während Lkw & Busse auf hohem Niveau stabil blieben.

**Aktienemissionen** haben einen unaufgeregten Jahresbeginn hinter sich (Gesamtvolumen: EUR 3,8 Mrd.). Es fanden keine nennenswerten Kapitalerhöhungen, aber immerhin zwei mittelgroße Börsengänge statt, einer davon jedoch ohne Ausgabe frischer Aktien. Darüber hinaus floss eine bereits zuvor gewandelte Pflichtwandelanleihe eines Energieversorgers erst jetzt in die Statistik ein.

Leasinggeschäft, Neuolumen\*

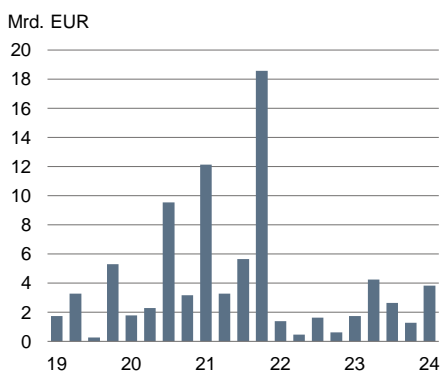
7



\* statistischer Bruch in Q1 2020. Entspricht nicht dem Gesamtmarkt.  
Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



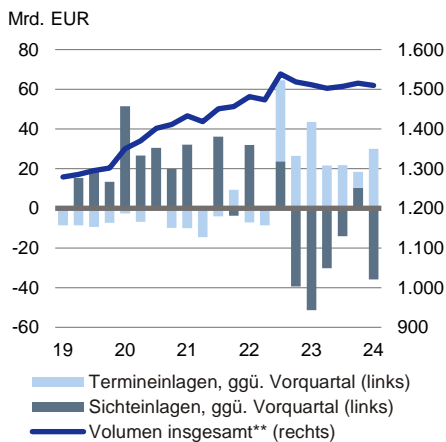
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Kreditgeschäft und Konjunktur: Mühsamer Weg aus der Stagnation

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

### Einlagenvolumen

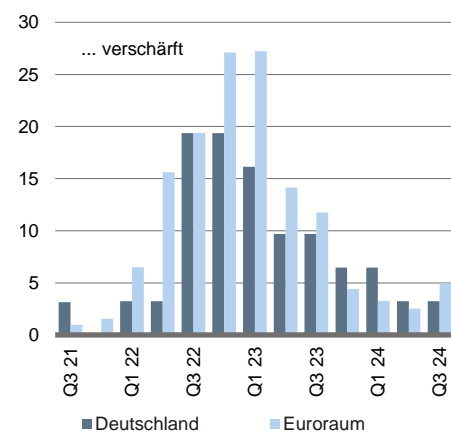
Die Einlagen der Unternehmen und Selbstständigen kehrten in Q1 zum üblichen Muster der letzten Monate zurück – einem Zuwachs der Termingelder (EUR +30 Mrd.) stand ein noch größerer Einbruch der Sichteinlagen gegenüber (EUR -36 Mrd.). In der Summe nahm das Volumen ab; trotzdem behauptete sich der Vorjahresvergleich leicht im Plus (0,8%). Die Substitution der Sicht- durch Termingelder folgt insbesondere aus der konstant großen Spreizung der Einlagenzinssätze mit einer Differenz von ganzen 2,7 %-Punkten (s. auch unten).

### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Beim Bank lending survey liegen bereits die Ergebnisse für das zweite Quartal vor. Die allgemeinen **Kreditstandards** wurden nochmals minimal verschärft, so vermeldet von netto 6% und 3% der befragten Institute in Q1 bzw. Q2, jeweils im Vergleich mit den drei Monaten zuvor. Die spürbarste Entspannung gab es bei Krediten an große Firmen, wo der entsprechende Anteil der Banken von 14% auf 3% fiel. Die konkreten Kreditbedingungen für tatsächlich vergebene Darlehen (darunter die Zinsmarge) änderten sich kaum noch. Allerdings erhöhte sich von April bis Juni bei 10% der Banken der Anteil der abgelehnten Kreditanträge erneut gegenüber Vorquartal, was ungefähr dem Durchschnittswert der vergangenen beiden Jahre entspricht. Eine endgültige Stabilisierung der Kreditangebotsituation steht also immer noch aus. Im Euroraum als Ganzes sah das Bild insgesamt ziemlich ähnlich aus.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10



\* Q3 24 erwarteter Wert

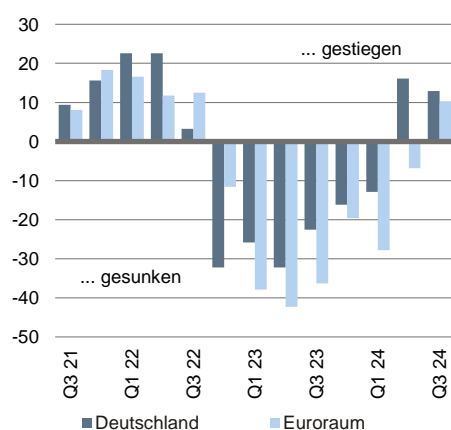
Quellen: Bundesbank, EZB

Dagegen ist die Wende auf der **Kreditnachfrageseite** offensichtlich geschafft. Diese war zu Jahresbeginn noch rückläufig, aber in Q2 berichteten netto 16% der Banken über einen Anstieg. Der war allerdings nur von großen Unternehmen (und langfristigen Ausreichungen) getragen; bei KMU (und kurzfristigen Krediten) blieb die Nachfrage stabil. Die wichtigsten Gründe für das Nachfrageplus waren eine höhere Investitionsneigung und ein gestiegener Working-Capital-Bedarf. In Euroland insgesamt war es noch nicht so weit, hier überwog unter dem Strich das Minus.

Für das laufende **Vierteljahr** erwarten die Banken weitgehend unveränderte Kreditstandards. Zudem gehen 13% von einer erneuten Belebung der Nachfrage aus, die jetzt auch in der Breite an Schwung gewinnen dürfte. So optimistisch waren die Banken zuletzt im Frühjahr 2022, vor Beginn der Zinswende. In der EWU als Ganzes unterscheiden sich die Aussichten kaum.

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

11



\* Q3 24 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

### Zinssätze

Obwohl die Leitzinsen im ersten Quartal noch auf ihrem Niveau verharrten, senkten die Banken bereits die Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** in einzelnen Bereichen. So gab es bei kleineren Krediten an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.) (-0,3 %-Punkte auf 5,7%) und bei Krediten an Selbstständige und Personengesellschaften (-0,5 %-Punkte auf 5%) die deutlichsten Rückgänge – was möglicherweise auch der hier gedämpften Nachfrageentwicklung geschuldet war. Bei größeren Krediten und über die verschiedenen Zinsbindungsfristen hinweg bewegte sich noch relativ wenig. Langfristige Festzinskredite (Zinsbindung > 5 Jahre) blieben mit Abstand am günstigsten (3,9%). In den beiden Folgemonaten, für die bereits Daten vorliegen, setzte sich dieser Trend jedoch nicht fort, in manchen Segmenten ging es durchaus wieder ein paar Bp. bergauf. Mit dem im Juni erfolgten ersten Zinsschritt der EZB, und den anstehenden weiteren, sollte jetzt aber endgültig der Weg zu einem niedrigeren Zinsniveau für Unternehmen geebnet sein.

Auf der Refinanzierungsseite hielten die Banken die Zinsen für **Sicht- und Termineinlagen** von Dezember auf März konstant bei 1% bzw. 3,7%. Auch seitdem änderte sich daran praktisch nichts.

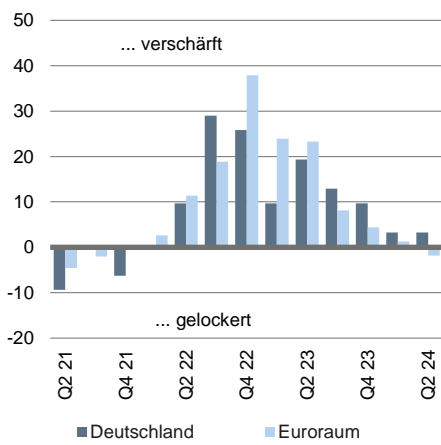
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



## Kreditgeschäft und Konjunktur: Mühsamer Weg aus der Stagnation

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

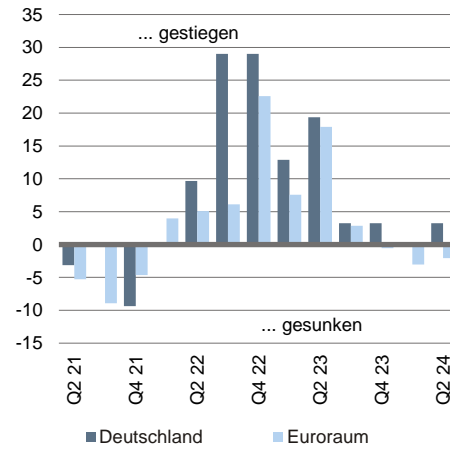
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

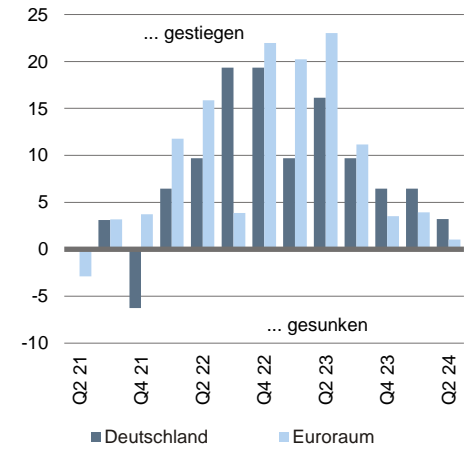
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

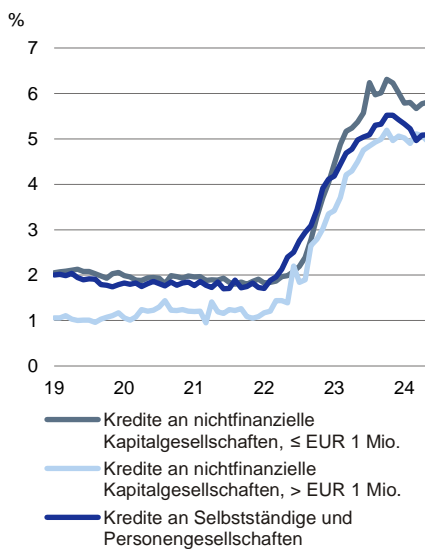
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

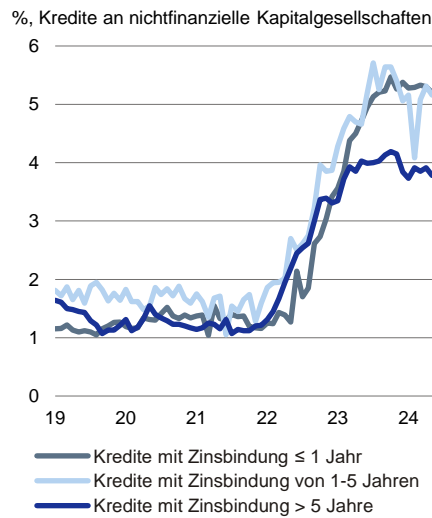
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

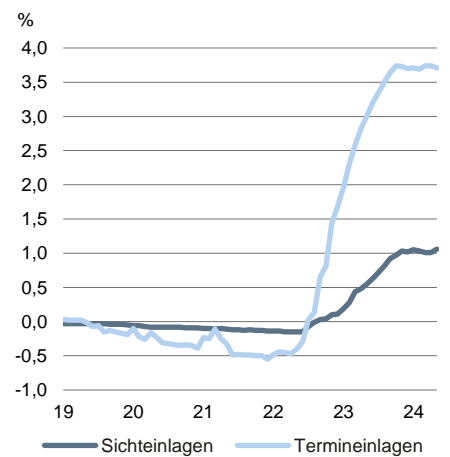
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB

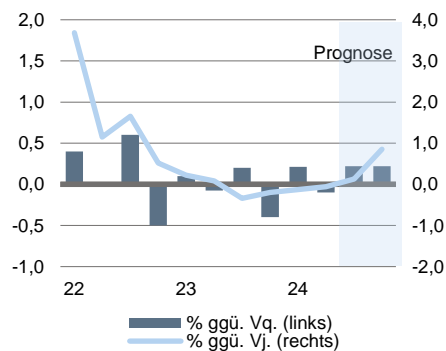


## Ansatzweise Frühjahrserholung konnte nicht Tritt fassen

- Die deutsche Wirtschaft schrumpfte in Q2 überraschend um -0,1% ggü. Vq., nach einem leichten Plus von 0,2% in Q1. Wachstumsimpulse kamen zu Jahresbeginn vom Außenbeitrag und von den Bauinvestitionen. Trotz bereits vorhandener Kaufkraftgewinne schrumpfte der private Verbrauch in Q1 im Vorquartalsvergleich.
- Gemäß dem knappen Kommentar der Schnellmeldung zum BIP in Q2 waren sowohl die Bau- als auch die Ausrüstungsinvestitionen rückläufig. Zum privaten Verbrauch gab es keine Informationen. Aufgrund von Revisionen fällt der statistische Unterhang aus 2023 nun geringer aus. Mit Blick auf unsere Wachstumsprognose von 0,2% für das Gesamtjahr 2024 relativiert sich damit der negative Effekt des schwachen Q2.

Eine spürbare Erholung der deutschen Wirtschaft lässt auf sich warten

18



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die vorsichtige Frühjahrsbelebung konnte keinen Tritt fassen. In Q1 übertraf das Wirtschaftswachstum mit 0,2% ggü. Vq. die geringen Erwartungen leicht, jedoch fiel es in Q2 mit -0,1% ggü. Vq. überraschend schwach aus. Die für eine Schnellmeldung übliche verbale Einordnung ging knapp auf die Entwicklung der Investitionen ein, jedoch nicht auf den für die Konjunktur wichtigen privaten Verbrauch. Die Prognose dieser Verwendungskomponente ist zurzeit mit erhöhter Unsicherheit behaftet, da die Veröffentlichung der April- und Mai-Daten für die Einzelhandels- und Dienstleistungsumsätze durch das Statistische Bundesamt auf Ende August verschoben wurde. Damit könnte auch die Schnellmeldung insgesamt revisionsanfälliger sein. Klarheit werden hier erst die tiefergegliederten Ergebnisse am 27. August liefern. Dann wird sich auch zeigen, ob die Nettoexporte nach den 0,3 %-Punkten in Q1 erneut für einen positiven Wachstumsbeitrag sorgen konnten. Die für Q2 bereits verfügbaren monatlichen Außenhandelsdaten deuten zumindest darauf hin.

Im Zuge der Schnellmeldung für das BIP in Q2 wurden auch Revisionen zurückliegender Quartals- und Jahresdaten veröffentlicht. So schrumpfte die deutsche Wirtschaftsleistung im Vorjahr mit -0,3% doch etwas kräftiger. Aus dem überarbeiteten Quartalsprofil für 2023 resultiert nun aber ein nicht ganz so kräftiger statistischer Unterhang von nur noch -0,2 %-Punkten (zuvor -0,3 %-Punkte). Mit Blick auf unsere Wachstumsprognose von 0,2% für das Gesamtjahr 2024 relativiert dies den negativen Effekt des überraschend schwachen Q2. Angesichts der zuvor genannten Probleme in der Datenverfügbarkeit lassen wir die Jahresprognose vorerst unverändert. Zurzeit überwiegen jedoch die Abwärtsrisiken, wie wir dies auch schon an anderer Stelle betont haben.

GfK Konsumklima erholt sich nur langsam, Sparneigung erscheint noch ausgeprägt

19



Quelle: GfK

## Privater Verbrauch überraschend zurückhaltend

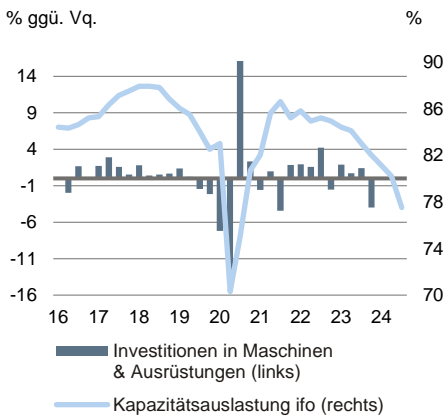
Obwohl die Reallöhne in Q1 bereits um kräftige 3,8% ggü. Vj. zulegen, ging der private Verbrauch im Vorquartalsvergleich um 0,4% zurück. Auch in Q2 sorgten starkes Tariflohnwachstum und weiter nachlassende Verbraucherpreisinflation für spürbare Kaufkraftgewinne. Allerdings übertrug sich dies nicht im gleichen Maße auf die Kaufkraft. Ganz im Gegenteil, die in der GfK-Konsumklimaumfrage erhobenen Sparabsichten bleiben vorerst erhöht. Das Verbrauchervertrauen erholte sich bislang nur langsam und liegt am aktuellen Rand noch deutlich unter den Pandemie-Niveaus. Das gilt auch für den detaillierteren Indikator (ESI) der Europäischen Kommission. Solange sich die Publikation anderer relevanter harter Monatsdaten verzögert, bleiben Umfrage-, Lohn- und Inflationsdaten die wichtigsten Marksteine zur Abschätzung der Entwicklung des privaten Verbrauchs. Darauf aufbauend erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte weiterhin positive Impulse vom Konsum der privaten Haushalte, schätzen diese nun aber vorsichtiger ein. Das spiegelt auch unser angepasstes Quartalsprofil für das BIP-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte wieder.



## Kreditgeschäft und Konjunktur: Mühsamer Weg aus der Stagnation

### Bau- und Ausrüstungsinvestitionen schwächer

Kapazitätsauslastung flaut deutlich ab **20**

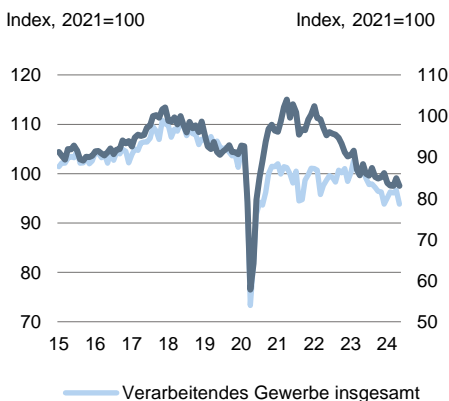


Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Im Frühjahr konnten die Bruttoanlageinvestitionen um 1,2% ggü. Vq. zulegen, dürften sich dann in Q2 aber schwächer entwickelt haben. Dank milder Witterung legten die Bauinvestitionen in Q1 um kräftige 2,7% ggü. Vq. zu. Gemäß dem Kommentar zu den vorläufigen BIP-Daten in Q2 dürfte es dann aber zu einem Rückprall gekommen sein. Einer spürbaren Belebung der Bauinvestitionen steht das vorerst noch restriktive Finanzierungsumfeld entgegen, wie auch die Unsicherheiten in der Preisentwicklung im Markt für Wohn- und Büroimmobilien.

Die Investitionen in Maschinen und Ausrüstungen schrumpften bereits in Q1 leicht um -0,2% ggü. Vq. und auch für Q2 signalisierte das Statische Bundesamt eine rückläufige Entwicklung. Dazu passt u.a. die schwache Entwicklung der inländischen Investitionsgüterumsätze, die im Mittel von April und Mai knapp 5% unter dem Durchschnitt von März und Februar lagen. Auch vor dem Hintergrund schwächelnder Auftragseingänge war und ist kaum ein Anziehen der Ausrüstungsinvestitionen zu erwarten. Zudem sackte die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe bis Q3 auf 77,5% ab und liegt damit gut 6%-Punkte unter ihren langfristigen Mittelwert. Zusätzlich dürften auch hier die Finanzierungsbedingungen immer noch dämpfend wirken, genauso wie strukturelle Nachteile in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit.

Produktion des Verarbeitenden Gewerbes leidet weiter, Auftragseingänge schwach **21**

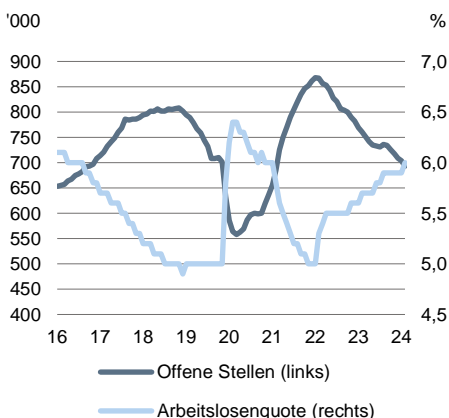


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Industrieproduktion mit empfindlichem Dämpfer in Q2

Spätestens der kräftige Produktionsrückgang im Mai von -2,9% ggü. Vm. dürfte den Erholungstendenzen im Verarbeitenden Gewerbe ein vorläufiges Ende gesetzt haben. Damit ist auch wahrscheinlicher geworden, dass es in Q2 zu einem Rückgang im Vorquartalsvergleich gekommen ist. Das wäre auch im Einklang mit der bereits in Q2 auf 80% zurückgegangenen Kapazitätsauslastung sowie den Signalen der Umfrageindikatoren von ifo-Institut und S&P. Der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe verharrte in Q2 mit knapp 44 Punkten weiter deutlich unter der Expansionsschwelle von 50. Im Juli schwächte er sich sogar noch weiter ab auf 42,6. Selbst wenn wir im zweiten Halbjahr von einem leichten Aufwärtstrend ausgehen könnten, dürfte die Produktionsleistung im Verarbeitenden Gewerbe im Jahresdurchschnitt 2024 um 2,5% zurückgehen.

Konjunkturschwäche ist auch am ansonsten robusten Arbeitsmarkt sichtbar **22**



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

### Robuster Arbeitsmarkt leidet unter schwacher Konjunktur

Da der Arbeitsmarkt im Konjunkturzyklus einen nachlaufenden Charakter hat, zeigen sich die Spuren der schwachen Wirtschaftsdynamik erst nach und nach. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl hat im ersten Halbjahr um rund 100.000 Personen zugenommen, auf 2,8 Mio. im Juli. Die entsprechende Arbeitslosenquote lag bei 6%. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit spielte dabei die Registrierung ukrainischer Flüchtlinge für den Bezug von Grundsicherung zuletzt nur noch eine untergeordnete Rolle.

Angesichts der schwachen Konjunktur sind die Unternehmen bei Neueinstellungen vorsichtiger geworden. Darauf deuten zum einen die umfragebasierten Arbeitsmarktfrühindikatoren von ifo-Institut und IAB (siehe Seite 8), wie auch die Entwicklung der bei den Arbeitsagenturen gemeldeten offenen Stellen. Letztere gingen in der ersten Jahreshälfte um 51.000 auf rund 685.000 im Juli zurück. Nichtsdestotrotz liegt die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung mit knapp 35 Mio. Personen immer noch auf einem Rekordniveau. Aufgrund verschiedener struktureller Faktoren, wie z.B. regionaler Verfügbarkeit oder der Qualifikationen hat sich der Stellenaufwuchs im Vorjahresvergleich tendenziell verlangsamt.

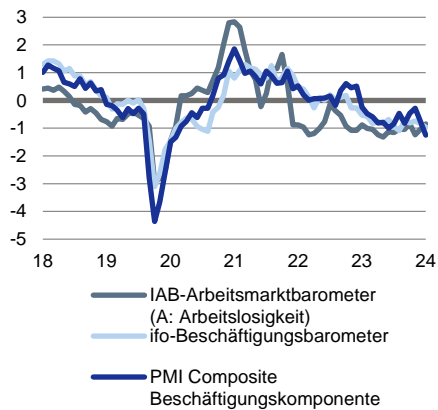


## Kreditgeschäft und Konjunktur: Mühsamer Weg aus der Stagnation

### Kräftiges Tariflohnwachstum in 2024

#### Arbeitsmarktfrühindikatoren schwächeln 23

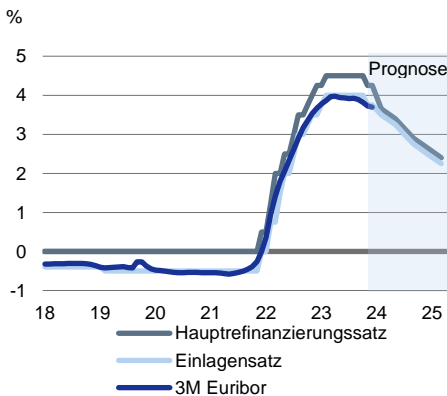
Standardisierte Werte



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

Während des ersten Halbjahres legten die Tariflöhne im Vorjahresvergleich durchschnittlich knapp 5% zu. Vor allem in Q1 sorgten zum Teil schon in 2022 vereinbarte Inflationsausgleichprämien für eine sehr kräftige Aufwärtsdynamik. Gleichzeitig setzten aber auch spürbare dauerhafte Lohnanhebungen ein, bspw. im Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden, in der Leiharbeit und, nicht zu vergessen, für die rund 5 Mio. Tarifbeschäftigten im Einzel-, Groß- und Außenhandel. Für letztere Gruppe dürften in der zweiten Jahreshälfte noch Zahlungen nachgeholt werden, die rückwirkend ab Oktober 2023 ausgehandelt wurden. Im September folgen u.a. noch die Tarifverhandlungen für die rund 3,7 Mio. Beschäftigten in der Metall- und Elektroindustrie. Die Gewerkschaft IG Metall fordert eine Lohnerhöhung von 7% bei einer Laufzeit von 12 Monaten. Sollten diese Verhandlungen bis in den Spätherbst andauern, dürfte der Löwenanteil der zu erwartenden Lohnanhebungen in das kommende Jahr fallen. Unter dem Strich erwarten wir im laufenden Jahr einen Anstieg der Tariflöhne um 5,7%. Insbesondere infolge des Basiseffekts entfallender Einmalzahlungen dürfte sich das Tariflohnwachstum in 2025 dann auf gut 3% verlangsamen.

#### EZB-Leitzinsen und deren Prognose 24



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

### EZB mit vorsichtiger, datengetriebener Lockerung

Die EZB dürfte ihren im Juni begonnenen Lockerungszyklus mit quartalsweisen Leitzinssenkungen um je 25 Basispunkte bis Ende 2025 fortsetzen. Für das laufende Jahr erwarten somit noch zwei Zinsschritte, und zwar im September und Dezember. Das entspricht aktuell auch den durch die Finanzmärkte eingepreisten Erwartungen. Wichtigster Taktgeber ist das weitere Nachlassen der Verbraucherpreisinflation. Auch wenn die EZB zuletzt vermied, den Anschein einer Guidance zu erwecken, waren Präsidentin Lagardes Einlassungen während der Pressekonferenz im Juli doch recht klar. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck sei noch hoch, vor allem bei den Dienstleistungen. Sie geht davon aus, dass „...die Gesamtinflation bis weit ins nächste Jahr...“ über dem Zielwert der EZB liegen dürfte. Das ist aus unserer Sicht etwas zu pessimistisch. Wir erwarten die HVPI-Rate in der Eurozone im Durchschnitt von Q1 2025 bereits bei 2%. Daher halten wir im kommenden Jahr drei bis vier Leitzinssenkungen für denkbar.

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.