



Kreditgeschäft und Konjunktur treten im Gleichschritt auf der Stelle

16. Dezember 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

Kreditvergabe stagniert weiter, obwohl sich Nachfrage etwas belebt. Auch im dritten Quartal kam das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen nicht vom Fleck. Das Volumen war minimal rückläufig und lag damit 0,6% höher als vor Jahresfrist. Die deutliche Schrumpfung in der Industrie und die moderate Expansion im Dienstleistungssektor halten an. Von der geringen Dynamik sind alle Bankengruppen betroffen, wobei die Großbanken Marktanteile verlieren und die Genossenschaftsbanken zulegen können, obwohl auch sie so wenig wachsen wie seit der Finanzkrise nicht mehr. Zwischen den verschiedenen Laufzeitbändern bestehen kaum Unterschiede, was weniger für eine akute Krise als für strukturelle Probleme spricht. Im neuen Jahr könnte eine vorsichtige Belebung einsetzen: Die Kreditstandards sind mittlerweile weitgehend stabil, und die Kreditnachfrage ist zum zweiten Mal in Folge gestiegen, nicht zuletzt dank zurückgehender Zinsen. Weitere Zinssenkungen der EZB könnten diesen Trend verstärken und eine neue Bundesregierung könnte unter Umständen frische Maßnahmen zur Entlastung der Unternehmen und zur Förderung des Wirtschaftswachstums ergreifen. Auf der Einlagenseite ist das Plus gegenüber Vorjahr wegen wieder kräftig zunehmender Sichteinlagen auf 3% geklettert.

Finanzierungsalternativen ähnlich schwach wie das Kreditgeschäft. Der geringe Schwung auch bei anderen Finanzierungsformen unterstreicht, dass es sich mehr um eine zurückhaltende Nachfrage der Firmen als um ein Angebotsproblem handelt. Das (Netto-)Emissionsvolumen von Anleihen und Commercial Paper war in Q3 praktisch null bzw. negativ, und nennenswerte Kapitalerhöhungen oder Börsengänge fanden ebenfalls nicht statt. Einziger Lichtblick war das Leasing, welches sich auf dem sehr guten Vorjahresniveau behaupten konnte.

Konjunktur

Deutsche Wirtschaft kommt nicht aus der Stagnation. In Q3 lag das Wirtschaftswachstum lediglich bei 0,1% ggü. Vq., nachdem es in Q2 mit -0,3% rückläufig war. Im Vorquartalsvergleich konnten in Q3 sowohl der private als auch der staatliche Konsum zulegen, während die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen schrumpften. Demgegenüber expandierten die Investitionen in Sonstige Anlagen erneut und auch eine positive Vorratsveränderung stützte. Die Nettoexporte dämpften das Wachstum deutlich. Im Gesamtjahr 2024 dürfte die Wirtschaftsleistung mit -0,2% erneut zurückgehen. Dabei kommt auch der negative Überhang aus 2023 zum Tragen. Im kommenden Jahr erwarten wir ein Wachstum von 0,5%, gefolgt von rund 1% in 2026.

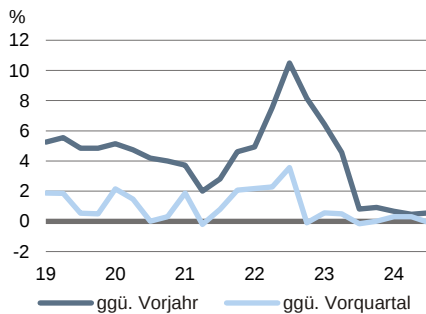
EZB setzt Zinssenkungszyklus fort. Da die Inflation in der Eurozone im kommenden Jahr länger unter die 2%-Marke fallen könnte, dürfte die EZB ihre Leitzinsen weiter deutlich absenken, gegebenenfalls sogar unter das neutrale Niveau. Ein großer Unsicherheitsfaktor bleibt die US-Handelspolitik sowie die Reaktion Chinas und deren Auswirkung auf die Inflation und das Wachstum in der Eurozone.



Kreditgeschäft und Konjunktur treten im Gleichschritt auf der Stelle

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen trat (wie schon im zweiten) auch im dritten Quartal auf der Stelle. Im Dreimonatsvergleich war das Kreditvolumen minimal rückläufig (-0,1% oder EUR -1,2 Mrd.) und lag damit 0,6% höher als vor einem Jahr. 2024 insgesamt könnte es daher das geringste Wachstum seit 2014 geben. Während die weitgehende Stagnation zunächst noch eine unvermeidliche Normalisierung nach dem jahrelangen Kreditboom mit dem Höhepunkt während des Energie- und Inflationsschocks 2022 war, dürften die Bremsspuren in diesem Jahr vor allem auf die anhaltende Schwäche der deutschen Konjunktur zurückzuführen sein. Besserung könnte ab 2025 in Sicht sein, wenn es einer neuen Bundesregierung gelingen sollte, spürbare Entlastungen für die Unternehmen auf den Weg zu bringen, um in ihre Wettbewerbsfähigkeit zu investieren. Auch weitere Zinssenkungen der EZB werden der Kreditvergabe voraussichtlich helfen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

Im **Eurogebiet** als Ganzes ist die Lage sehr ähnlich – in Q3 gab es ein geringes Minus von 0,2% ggü. Vorquartal und der Kreditbestand mit nichtfinanziellen Unternehmen (ohne Selbstständige) liegt 0,5% über dem Vorjahresniveau. Allerdings hatte Deutschland diesbezüglich viele Jahre lang besser abgeschnitten als der europäische Durchschnitt. Das ist mittlerweile vorbei. Unter den anderen großen Volkswirtschaften sieht es in Frankreich vergleichbar aus, während sich das Kreditgeschäft in Spanien deutlich schneller erholt als in Italien, und die Niederlande schon wieder auf klarem Expansionskurs sind.

Auch mit Blick auf die verschiedenen **Branchen** in Deutschland änderte sich in den letzten Monaten wenig. Die Kredite an das Verarbeitende Gewerbe schrumpften unvermindert (-3,9% ggü. Vj.), während sie im Dienstleistungssektor mit moderatem Tempo weiter wachsen (+1,8%). Fast keine Dynamik verzeichnet das Geschäft mit Selbstständigen (+0,5%). Unter den 22 Einzelbranchen verbuchten 12 auf Jahressicht ein niedrigeres Kreditvolumen, darunter mit einer Ausnahme sämtliche Industriebranchen. Die Wirtschaftszweige mit einem Rückgang stehen zusammengefasst für 29% des gesamten Kreditbuchs mit Unternehmen und Selbstständigen, ein recht hoher Wert. Einen kleinen Lichtblick gibt es dennoch: Die Zahl der Branchen mit einem Quartalsminus in Q3 sank von 15 im Vorjahr auf jetzt nur noch 11.

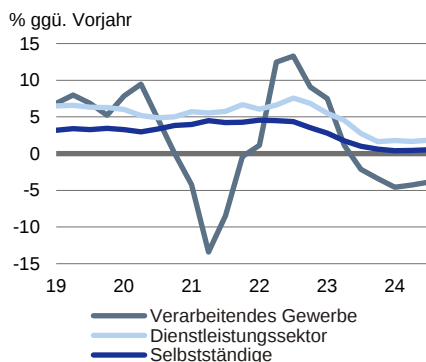
Innerhalb der Industrie ragte im Zeitraum Juli bis September das Minus von EUR 1,1 Mrd. in der Elektrotechnik heraus, der größte Rückgang in diesem Bereich seit 20 Jahren. Aber auch bei Maschinenbau/Auto ging es erneut abwärts (EUR -0,4 Mrd.). Leicht rückläufig war das Kreditgeschäft in weiteren volkswirtschaftlichen Kernbranchen wie der Chemie und Metall.

Unter den Dienstleistungsbranchen hielt die Wachstumsverlangsamung bei den Wohnungsunternehmen an (lediglich EUR +1,9 Mrd. im vergangenen Vierteljahr, womit der Kreditbestand 2,7% höher lag als im Vorjahr – die geringste Zunahme seit Anfang 2015). Auch die ebenfalls volumenstarken Gewerbeimmobilienfirmen erreichten nur ein mageres Plus von EUR 0,7 Mrd. Die Beteiligungsgesellschaften konnten nach ihrer jüngsten Schwächephase immerhin einen Anstieg um EUR 1,4 Mrd. verbuchen, während die unternehmensnahen Dienstleistungen (Telekom/Beratung/Werbung) auf eher durchwachsene EUR +0,7 Mrd. kamen.

Bei den übrigen Wirtschaftszweigen musste der Handel in Q3 einen regelrechten Einbruch um EUR 4,6 Mrd. hinnehmen, und auch im Verkehr lief es erneut nicht rund (EUR -0,8 Mrd.). Währenddessen schnitten die Versorger/Bergbau solide ab (EUR +1,3 Mrd.).

... nach Branche

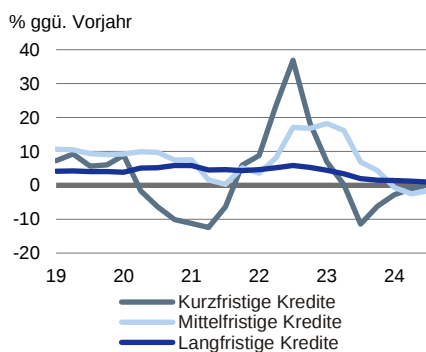
2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Fristigkeit*

3

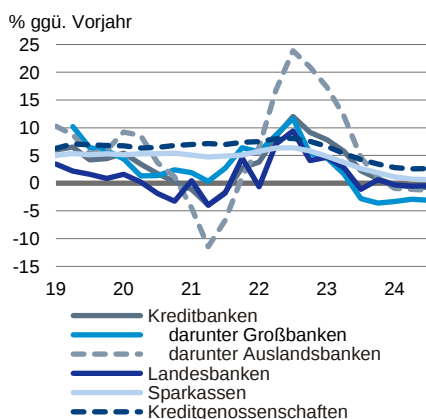


* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

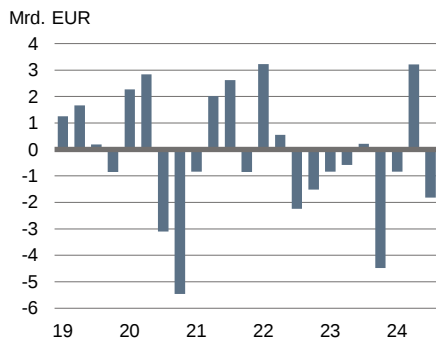
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



Kreditgeschäft und Konjunktur treten im Gleichschritt auf der Stelle

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

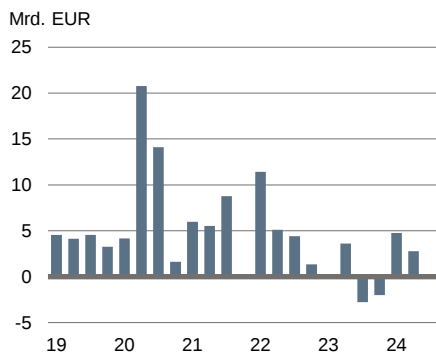
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

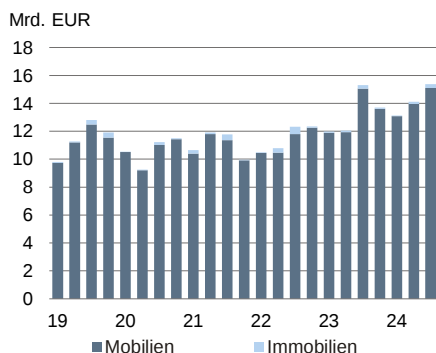
6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuvolume*

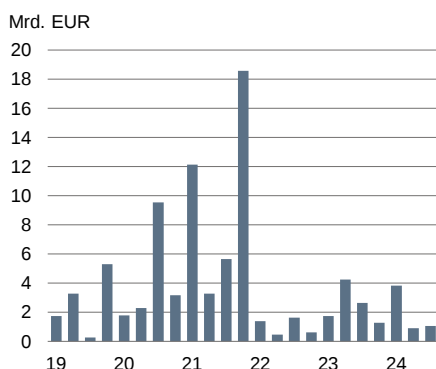
7



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

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich der verschiedenen **Fristigkeiten** setzte sich die Konvergenz der vergangenen Monate fort. Kurzfristige Ausleihungen (Laufzeit < 1 Jahr) stagnieren effektiv, mittelfristige Kredite (Laufzeit bis 5 Jahre) schrumpfen weiterhin moderat (-1,6% ggü. Vj.) und die langfristigen Darlehen liegen erstmals seit 2014 im Vorjahresvergleich leicht unter der Marke von +1%. Es ist ein deutliches Zeichen der um sich greifenden Investitionszurückhaltung und Verunsicherung der Unternehmen, und deutet gleichzeitig weniger auf eine akute Krise als auf strukturelle Probleme hin.

Die schleppende Kreditvergabe betrifft alle **Bankengruppen**. Die Niveauunterschiede im Wachstum bleiben jedoch bestehen: Die Genossenschaftsbanken behaupten sich noch relativ gut, obwohl das Plus von 2,6% gegenüber Vorjahr das geringste seit 2007 ist. Am anderen Ende des Spektrums geht das Kreditvolumen der Großbanken (-3,1%), Auslandsbanken (-1,3%), Förderbanken (einschl. DZ Bank) (-1,1%) und Landesbanken (-0,5%) vor allem aufgrund ihres größeren Anteils an Forderungen gegenüber dem besonders unter Druck stehenden Verarbeitenden Gewerbe zurück. Die Sparkassen halten sich mit +0,6% bislang in den schwarzen Zahlen, allerdings ist auch hier der Schwung so gering wie seit Beginn der Finanzkrise nicht mehr.

Im vergangenen Vierteljahr schnitten Kreditgenossenschaften und Sparkassen wieder einmal besonders gut bei den Wohnungsunternehmen ab, ganz im Gegensatz zu den Landesbanken. Für die Großbanken ging es insbesondere bei den Versorgern/Bergbau aufwärts, während sie im Handel ein kräftiges Minus hinnehmen mussten. Letzteres galt sogar noch mehr für die Auslandsbanken, wobei sich diese beiden Kategorien zum Teil überschneiden.

Andere Finanzierungsquellen

Die meisten sonstigen Finanzierungsformen verzeichneten in Q3 eine ähnlich geringe Dynamik wie das Kreditgeschäft.

Bei **Commercial Paper** von Nichtbanken hält trotz eines Zwischenhochs im Frühjahr der generelle Abwärtstrend an. Von Juli bis September betrug die Nettoemission EUR -1,8 Mrd. – schon der siebente Rückgang in den letzten neun Quartalen.

Auch bei **Unternehmensanleihen** kam der Markt zuletzt praktisch zum Stillstand, denn es wurden netto keine neuen Papiere begeben. Unter dem Strich wurden lediglich auslaufende Schuldverschreibungen durch Neuemissionen ersetzt. Im Euroraum insgesamt sah es kaum besser aus. Hier kamen im vergangenen Quartal nur EUR 5,5 Mrd. zusammen, was weit unter dem Durchschnitt der letzten Jahre liegt. Ganz offensichtlich ist ein neues Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage immer noch nicht gefunden, was neben den höheren Zinsen vor allem am schrittweisen Rückzug der EZB nach jahrelangen Marktinterventionen liegen dürfte. Die Notenbank setzte ihren Kurs in Q3 fort und verringerte ihren Bestand um EUR 9 Mrd. auf EUR 343 Mrd.

Das **Leasing** konnte im Sommerquartal den sehr guten Vorjahresstand mit Neuabschlüssen von EUR 15,4 Mrd. halten. Das dominante Pkw-Segment legte allen öffentlichen Diskussionen über einen schwachen Automarkt zum Trotz um weitere 3% gegenüber Vorjahr zu. Die (relativ volatilen) Luft- & Schienenfahrzeuge behaupteten sich auf hohem Niveau. Schwächer lief es dagegen bei der Büroelektronik. Insgesamt scheint das Leasing u.a. davon zu profitieren, dass viele Kunden in wirtschaftlich schwierigen Zeiten auf Flexibilität setzen und eine temporäre Nutzung bevorzugen.

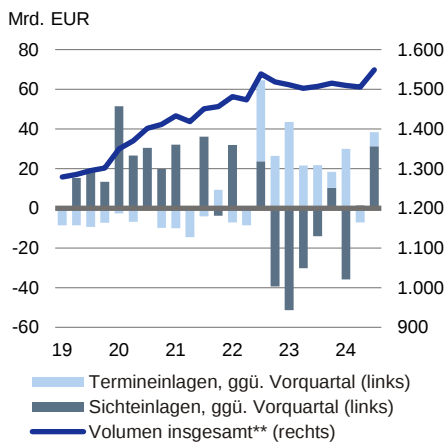
Die Flaute bei **Aktienemissionen** hielt auch in Q3 an. Es fanden keine größeren Börsengänge oder Kapitalerhöhungen statt, sodass mit einem Gesamtvolumen von EUR 1,1 Mrd. erneut ein dürftiges Ergebnis zu Buche stand – obwohl der Dax im September ein neues Rekordhoch erreichte. Jedoch dürfte die



Kreditgeschäft und Konjunktur treten im Gleichschritt auf der Stelle

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
** Enthält statistische Umklassifizierungen in Q3 20, Q3 & Q4 23 und Q2 & Q3 24.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

schwierige konjunkturelle Lage aus Unternehmenssicht gegenüber dem freundlichen Umfeld an den Kapitalmärkten überwiegen und die Stimmung dämpfen.

Einlagenvolumen

Der aufgrund sinkender Leitzinsen wieder schrumpfende Zinsabstand zwischen Sicht- und Termineinlagen (s. auch unten) hat im letzten Quartal dazu geführt, dass Letztere kaum gewachsen sind (EUR +7 Mrd.), während Erstere mit EUR +31 Mrd. so stark zunahmen wie seit Beginn der Zinswende im Sommer 2022 nicht mehr. Die zweijährige Substitution von Sicht- durch Termingelder ist offenbar zu Ende. Unter dem Strich lagen die Einlagen der Unternehmen und Selbstständigen damit 3% höher als vor einem Jahr – ein deutlich größeres Plus als auf der Kreditseite.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

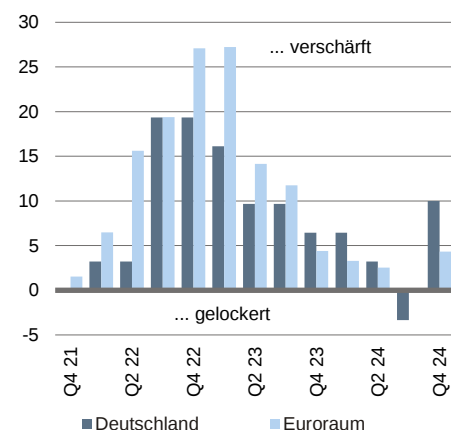
Die Straffung der generellen **Kreditstandards** der Banken ist im Wesentlichen vorbei. Das Gleiche gilt für die konkreten Konditionen für tatsächlich ausgereichte Darlehen. In Q3 war eine gewisse Erhöhung der Marge bei riskanteren Krediten bemerkenswert, die allerdings lediglich von netto 10% der Institute berichtet wurde. Dafür zeichnete vor allem eine weiter moderat zunehmende Skepsis der Banken mit Blick auf das konjunkturelle Umfeld und die jeweiligen Branchenrisiken verantwortlich. Auch der Anteil abgelehnter Kreditanträge legte zum 10. Mal nacheinander zu – allerdings nicht stark. In Euroland als Ganzes sah es weitgehend ähnlich aus, hier sank aber die Marge für durchschnittliche Kredite bei immerhin 9% der Banken.

Die Wende bei der **Kreditnachfrage** scheint bereits geschafft. Zwischen Juli und September gab es den zweiten Quartalsanstieg in Folge, wie 13% der Banken vermeldeten. Das Zinsniveau wirkte erstmals seit der Zinswende nicht bremsend, sondern nachfragebelebend. Im Euroraum insgesamt sah es noch nicht so positiv aus, hier blieb die Nachfrage praktisch stabil.

Für das **aktuelle Quartal** rechnen 10% der deutschen Banken mit einer Verschärfung der Kreditstandards, was vor allem der schwachen gesamtwirtschaftlichen Situation geschuldet sein dürfte, die zu höheren Ausfallrisiken führt. In der Vergangenheit waren die Banken jedoch in der Realität häufig weniger restriktiv als sie selbst im Vorquartal erwarteten, insofern ist noch offen, ob es tatsächlich zu einer nennenswerten Verschärfung kommt. Auf der Nachfrageseite rechnen erneut 13% der Institute mit einer Besserung, wobei dies mehr für große als kleine Unternehmen und – wie meist seit 2022 – eher für kurz- als für längerfristige Darlehen gilt. In der EWU als Ganzes gehen die Banken von nahezu keiner Veränderung sowohl bei Kreditstandards als auch Nachfrage aus.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

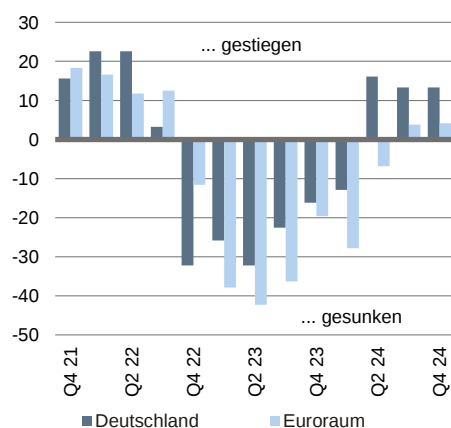


* Q4 24 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskredit*

11



* Q4 24 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Zinssätze

Im **Kredit-Neugeschäft** sind die Zinsen in Q3 erstmals seit Langem wieder flächendeckend gesunken. In den meisten Bereichen um rund 0,3-0,4 %-Punkte, lediglich bei langfristigen Festzinskrediten (Zinsbindung > 5 Jahre) war es deutlich weniger – das sind aber auch bei Weitem die günstigsten Kredite (3,7% p.a.). Am teuersten bleiben kleinere Darlehen an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.) mit durchschnittlich 5,4%. Insgesamt dürfte das erst der Beginn von kräftigen Zinsrückgängen sein, denn die EZB wird nach ihrem jüngsten Schritt die Leitzinsen im kommenden Jahr voraussichtlich um weitere 1,5 %-Punkte reduzieren.

Gleichzeitig verringerte sich die Differenz zwischen den Zinsen für **Sicht- und Termineinlagen** von Juni bis September beträchtlich, um etwa 0,3 %-Punkte. Für Sichteinlagen stiegen die Zinsen sogar noch um einige Bp. an, auf 1,1%, während sie für Termingelder um 0,2 %-Punkte auf 3,3% zurückgingen.

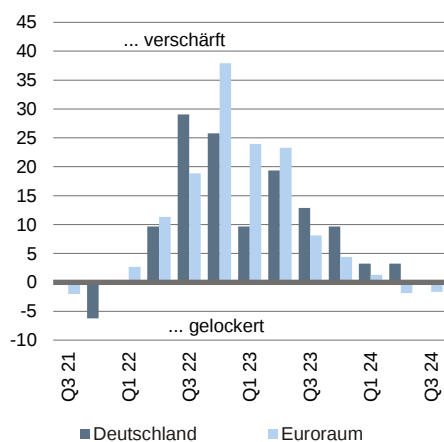
Jan Schilbach (+49 69 910-31717, jan.schilbach@db.com)



Kreditgeschäft und Konjunktur treten im Gleichschritt auf der Stelle

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

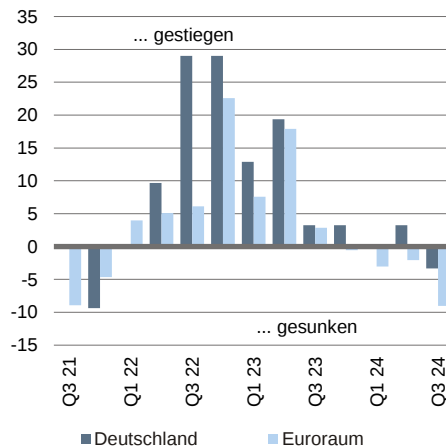
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

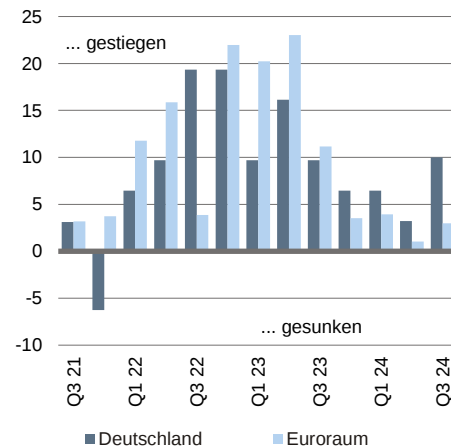
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

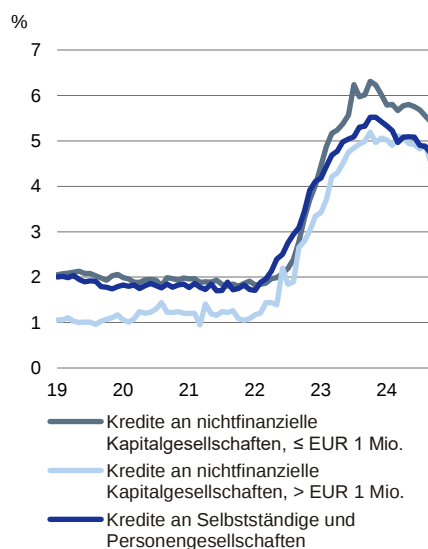
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

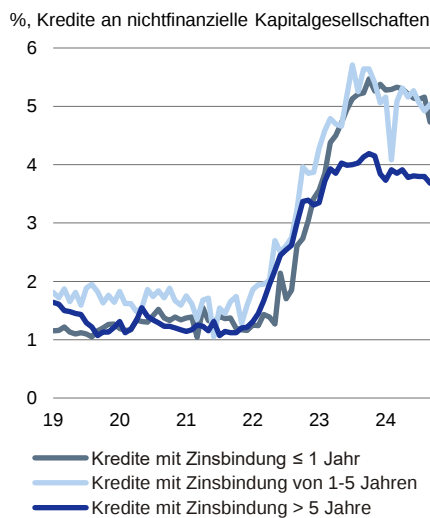
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

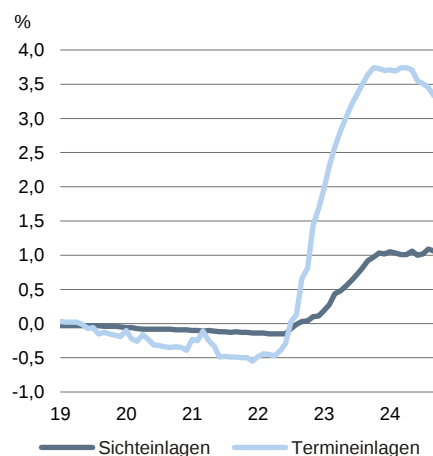
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



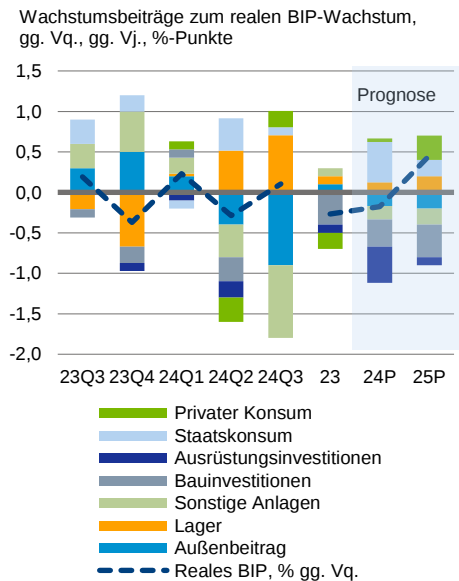
Quelle: EZB

Deutschland: Konjunkturprognose 18

% ggü. Vj.	2023	2024P	2025P
Reales BIP	-0,3	-0,2	0,5
Privater Konsum	-0,4	0,1	0,7
Staatsausgaben	-0,1	2,3	1,4
Anlageinvestitionen	-1,2	-2,5	-0,9
Ausrüstungen	-0,8	-5,7	-3,4
Bau	-3,4	-3,2	-0,9
Lager, %-Punkte	0,1	0,1	0,5
Exporte	-0,3	-0,5	0,6
Importe	-0,6	-0,1	1,8
Nettoexport, %-Punkte	0,1	-0,2	-0,4
VPI (nat. Def.)	5,9	2,2	2,2
VPI Kernrate	5,1	3,0	2,5
Staatsverschuldung, % BIP	62,9	63,2	64,0
Arbeitslosenquote, %	5,7	6,0	6,3
Industrieproduktion	-1,2	-4,5	-0,5
Budgetsaldo, % BIP	-2,6	-2,1	-1,9

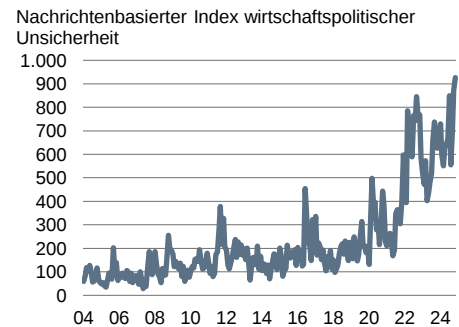
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutsches BIP & Komponenten: Privater Verbrauch dürfte 2025 wieder stützen 19



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wahrnehmung wirtschaftspolitischer Unsicherheit weiter erhöht 20



Quellen: Baker, Bloom & Davis, Deutsche Bank Research

Deutsche Wirtschaft kommt nicht aus der Stagnation

- In Q3 ist die deutsche Wirtschaft lediglich 0,1% ggü. Vq. gewachsen, nachdem sie zuvor -0,3% geschrumpft war. Im Gesamtjahr 2024 dürfte die Wirtschaftsleistung mit -0,2% erneut zurückgehen. Dabei kommt auch der negative Überhang aus 2023 zum Tragen. Im kommenden Jahr erwarten wir ein Wachstum von 0,5%, gefolgt vom 1% in 2026. In der Eurozone könnte die Inflation länger unter die 2%-Marke fallen, daher dürfte die EZB ihre Leitzinsen im nächsten Jahr weiter deutlich absenken.
- Im Vorquartalsvergleich konnten in Q3 sowohl der private als auch der staatliche Konsum zulegen, während die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen schrumpften. Demgegenüber expandierten die Investitionen in Sonstige Anlagen erneut. Die Nettoexporte dämpften das Wachstum deutlich. Aber nahezu im gleichen Ausmaß stützte der Beitrag der Vorratsveränderungen.

Im Sommerhalbjahr ist die deutsche Wirtschaft geschrumpft. Dem leichten Wachstum von 0,1% ggü. Vq. in Q3 steht die für Q2 nach unten revidierte Rate von -0,3% entgegen. Die für Q4 bislang verfügbaren Daten deuten auf eine weiter schwache Konjunktur, daher gehen wir im Gesamtjahr 2024 von einem Rückgang der deutschen Wirtschaftsleistung um -0,2% aus. Der negative Wachstumsüberhang aus 2023 kann wohl nicht ausgeglichen werden.

Für 2025 erwarten wir nur ein geringes Wachstum von 0,5%. Dazu dürfte dann auch wieder der private Verbrauch beitragen. Jedoch schließt sich das Fenster für eine konsumgetriebene Erholung langsam. Zwar brachten kräftige Einkommenszuwächse und die nachlassende Verbraucherpreisinflation spürbare Kaufkraftgewinne, aber gleichzeitig stieg auch die Sparquote an. Nun könnte das Konsumklima zusehends unter den negativen Nachrichten vom Arbeitsmarkt leiden. Die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen dürften in 2025 zunächst noch kraftlos bleiben. Die in H1 erwarteten Leitzinssenkungen und das damit verbesserte Finanzierungsumfeld wird seine Wirkung wahrscheinlich erst mit Verzögerung entfalten. Für den Außenhandel stellt die im kommenden Jahr drohende Verschärfung des globalen Zollregimes ein Risiko dar. Spürbar expansive Impulse von der deutschen Fiskalpolitik dürften mindestens bis 2026 auf sich warten lassen. Dann erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 1,0%. Unser dezidiert Jahresausblick im [Focus Germany – Schlepping on: the outlook for 2025](#) erläutert die Hintergründe unserer Prognosen ausführlicher.

Privater Verbrauch mit etwas mehr Schwung

Nach vier schwachen Quartalen zeigte sich der private Verbrauch in Q3 mit +0,3% ggü. Vq. wieder etwas dynamischer. Aber im Vergleich zur Entwicklung der real verfügbaren Einkommen, die im Vorjahresvergleich 2,2% zulegten, war dies immer noch enttäuschend. Auch das am GfK-Index gemessene Konsumklima erholte sich nur mäßig. Ein Grund für die Kaufzurückhaltung dürfte die erhöhte Wahrnehmung wirtschaftspolitischer Unsicherheit gewesen sein. So verwundert es kaum, dass die Sparquote in Q3 erneut angezogen hat. Mit 11,8% lag sie rund einen %-Punkt über ihrem langjährigen Mittelwert. Auch am aktuellen Rand bleibt die Sparneigung hoch. Der Dezemberwert für das GfK-Konsumklima liegt mit -23,3 sogar immer noch leicht unter dem Tiefpunkt der Pandemie. Der detailliertere Indikator (ESI) der Europäischen Kommission zeigt zudem, dass Arbeitsplatzsorgen sukzessive stärker in den Vordergrund gerückt sind. Im Jahresdurchschnitt 2024 dürfte der private Verbrauch somit kaum mehr als stagnieren. Mit einem Abklingen der Unsicherheit und vor dem Hintergrund eines robusten, aber verlangsamten Lohnwachstums sowie einer graduellen Normalisierung der Sparquote dürfte der private Konsum in 2025 wieder um 0,7% expandieren.



Kreditgeschäft und Konjunktur treten im Gleichschritt auf der Stelle

Bau- und Ausrüstungsinvestitionen weiter schwach

Im Vorquartalsvergleich blieben die Bruttoanlageinvestitionen in Q3 nahezu unverändert, nach einem deutlichen Rückgang von -2,1% in Q2. Mit Blick auf Q3 stechen die Investitionen in Sonstige Anlagen erneut positiv hervor. Dieser volumemäßig kleinere Bereich umfasst unter anderem die wichtigen Investitionen in geistiges Eigentum (z.B. Software, Ausgaben für Forschung).

Die Investitionen in Maschinen und Ausrüstungen gingen in Q3 um -0,3% ggü. Vq. zurück. In Q2 war die Schwäche mit -3,4% weit deutlicher ausgeprägt. Einer spürbaren Belebung dürften eine ganze Reihe von Faktoren entgegenstehen, allen voran die im internationalen Vergleich mangelnde preisliche Wettbewerbsfähigkeit vieler Industrieunternehmen, wie auch das noch restriktive Finanzierungsumfeld. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe, deren langfristiger Mittelwert bei 83,4% liegt, sank in Q3 um 2,5 %-Punkte auf 77,5% und gab in Q4 einen weiteren %-Punkt nach. Auch die Wahrnehmung wirtschaftspolitischer Unsicherheit dürfte die Investitionstätigkeit hierzulande dämpfen. Global agierende Unternehmen könnten zudem Investitionsanreizen im Ausland folgen. In diesem Jahr dürften die Ausrüstungsinvestitionen um -5,7% zurückgehen und auch in 2025 um -3,4% schrumpfen.

Die Bauinvestitionen gingen in Q3 mit -0,3% ggü. Vq. erneut zurück, aber schwächer als noch in Q2 mit -2,2%. Negativ fiel in Q3 der Wohnbau ins Gewicht, während die Investitionen in Nichtwohnbauten unverändert blieben. Gerade auf den Wohnungsbau dürften die immer noch hohen Finanzierungskosten dämpfend gewirkt haben. Zudem zog der Baupreisindex für den Neubau von Wohngebäuden in Q3 leicht an auf im Vorjahresvergleich 3,1%. Im Gesamtjahr 2024 dürften die Bauinvestitionen um -3,2% zurückgehen. In der zweiten Hälfte des kommenden Jahres sollte sich das erwartbar günstigere Zinsumfeld positiv auswirken, sodass die Bauinvestitionen nur noch um 1% schrumpfen sollten.

Industrieproduktion weiter im Rückwärtsgang

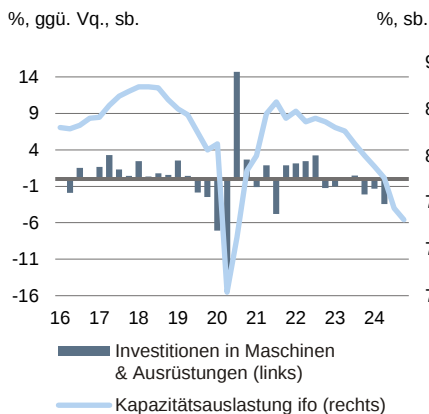
Angesichts der schwachen Nachfrage nach deutschen Industrieerzeugnissen dürfte die Produktionsmenge im Verarbeitenden Gewerbe in diesem Jahr um -4,5% sinken. Abgesehen von den volatilen Großaufträgen, die meist auf den Sonstigen Fahrzeugbau (Flugzeuge, Schiffe, Züge, Militärfahrzeuge) entfielen, entwickelte sich der Auftragseingang sowohl in Q3 (-0,4% ggü. Vq.) als auch zu Beginn von Q4 (Okt.: -0,7% ggü. Vm.) anämisch. Entsprechend schwach sind die einschlägigen Stimmungsindikatoren. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie liegt nunmehr schon über zwei Jahre im kontraktiven Bereich von unter 50 Punkten. In Q3 hatte sich der Indikator auf 42,1 Punkte abgeschwächt und lag im November bei lediglich 43 Zählern. Solange sich die weiter oben bereits beschriebenen Rahmenbedingungen nicht merklich verbessern, ist kaum eine Belebung der Industriekonjunktur zu erwarten. So könnte die Produktionsleistung auch im kommenden Jahr nochmals um -0,5% zurückgehen.

Arbeitsmarkt kühlt sich weiter ab

Vor allem die anhaltende Schwäche des Verarbeitenden Gewerbes hat dämpfende Auswirkungen auf die Beschäftigungsentwicklung und treibt die Arbeitslosenquote. Selbst im bislang robusten Dienstleistungssektor signalisieren Frühindikatoren eine stagnierende, wenn nicht leicht rückläufige Beschäftigungsentwicklung. Die saisonal übliche Herbstbelebung fiel entsprechend schwach aus. In saisonbereinigter Rechnung scheint die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung auf ihrem Allzeithoch von 34,95 Mio. zu stagnieren. Die Erwerbstätigkeit insgesamt lag im September rund 75.000 unter ihrem im Mai erreichten Rekord

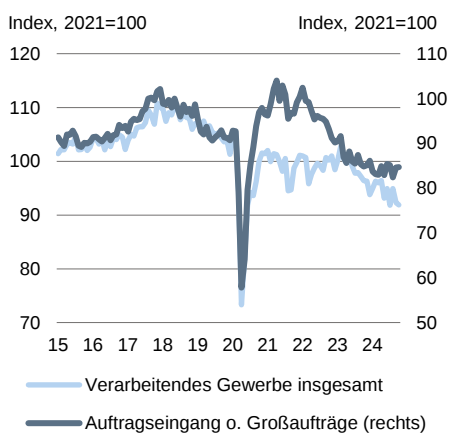
Kapazitätsauslastung flaut weiter ab

21



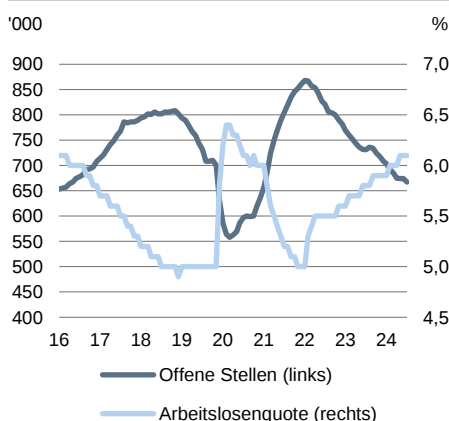
Industrieproduktion ein weiteres Jahr rückläufig, Auftragseingänge schwach

22



Arbeitsmarkt kühlt sich weiter ab

23





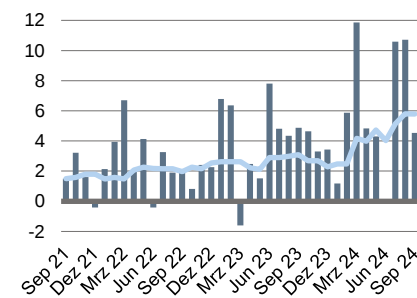
Kreditgeschäft und Konjunktur treten im Gleichschritt auf der Stelle

von 46,15 Mio. Personen. Die Arbeitslosenquote kletterte bis November auf 2,86 Mio., was einer Quote von 6,1% entspricht. Im Jahresdurchschnitt dürfte sie bei 6,0% liegen, nach 5,7% in 2023. Die Arbeitsmarktführerindikatoren von ifo-Institut und IAB lassen für die nächsten Monate keine Besserung erwarten, zumal auch die Zahl der bei den Arbeitsagenturen gemeldeten Stellen bis zuletzt weiter rückläufig war. Aufgrund seines nachlaufenden zyklischen Charakters dürfte sich die Abschwächung des Arbeitsmarktes mindestens bis Mitte 2025 fortsetzen, selbst wenn die Konjunktur im Frühjahr etwas anzieht. Damit könnte die Arbeitslosenquote im kommenden Jahr auf durchschnittlich 6,2% steigen.

Tariflohnwachstum war 2024 noch stark von Einmalzahlungen geprägt

24

% ggü. Vj.



Quelle: Deutsche Bundesbank

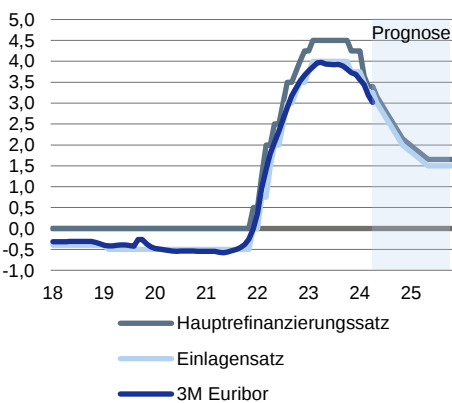
Tariflohnwachstum normalisiert sich

Das Tariflohnwachstum im Jahr 2024 war sowohl durch erhebliche Einmalzahlungen als auch durch deutliche dauerhafte Lohnerhöhungen gekennzeichnet. Basierend auf der Lohnstatistik der Bundesbank dürften die Tariflöhne im Jahr 2024 um etwa 5,5% steigen. Für 2025 erwarten wir eine deutliche Verlangsamung des Lohnwachstums auf gut 3%. Der im Herbst 2024 erzielte Tarifabschluss in der gewichtigen Metall- und Elektroindustrie spiegelt bereits eine Abschwächung des Arbeitsmarktes und eine höhere Kompromissbereitschaft der Gewerkschaften wider. Der Rückgang der Gesamtinflation in diesem Jahr hat auch zu einer Normalisierung der Inflationserwartungen geführt. Zudem läuft die Regelung zu steuer- und abgabenfreien Inflationsprämien Ende 2024 aus. Daraus resultiert ein dämpfender Basiseffekt für die Lohndynamik in 2025.

EZB Leitzinsen und Prognose

25

%



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

EZB setzt Zinssenkungszyklus fort

Die EZB hat den Einlagensatz im Dezember um weitere 25 Basispunkte (Bp.) abgesenkt und damit in diesem Zyklus bisher um insgesamt 100 Bp. Zudem wurden die Wachstums- und Inflationsprognosen großteils leicht nach unten angepasst. Mit Blick auf das kommende Jahr dürfte ein Unterschreiten des 2%-Inflationsziels für die EZB stärker zum Thema werden. Wir erwarten dies bereits in Q1, sodass die harmonisierte Inflationsrate der Eurozone im Jahresdurchschnitt 2025 bei 1,9% liegen dürfte, nach 2,4% in 2024. Die Kernrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) könnte sich in 2025 auf 2,2% entspannen, nach noch 2,9% in 2024. Ein großer Unsicherheitsfaktor bleibt die US-Handelspolitik sowie die Reaktion Chinas und deren Auswirkung auf die Inflation und das Wachstum. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die EZB den Einlagensatz in Schritten von 25 Bp. unter seinen neutralen Bereich von 2,0-2,5% absenken wird. Ende Q2 2025 dürfte er bei 2,0% und zum Jahresende dann bei 1,5% liegen.

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.