



Kreditgeschäft und Konjunktur: Sorgt Fiskalpaket für Ausbruch aus der Stagnation?

31. März 2025

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 kommt trotz sinkender Zinsen nicht vom Fleck, Industrie weiter im Rückwärtsgang. Das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen hat 2024 um 0,7% zugelegt, so wenig wie zuletzt vor einem Jahrzehnt. Dämpfend wirkt insbesondere der anhaltend kräftige Rückgang im Verarbeitenden Gewerbe, während die Geschäfte im Dienstleistungssektor moderat expandieren. Mittlere Laufzeiten schrumpfen deutlich. Genossenschaftsbanken sind die einzige große Bankengruppe, die Marktanteile gewinnt. Die Konjunktursorgen haben in Q4 wieder zu einer Verschärfung der Kreditstandards und einem höheren Anteil abgelehnter Kreditanträge geführt, während sich die Nachfrage trotz niedrigerer Zinsen kaum noch belebt hat. Das kürzlich verabschiedete Fiskalpaket und eventuelle Entlastungen der Unternehmen durch die neue Bundesregierung könnten jedoch zu einer Aufhellung der Stimmung beitragen. Ein verschärfter Handelsstreit mit den USA stellt dagegen ein Risiko dar. Das Einlagenwachstum wiederum hat sich im Vorjahresvergleich auf 4,5% beschleunigt.

Sonstige Finanzierungsformen ähnlich kraftlos wie das Kreditgeschäft. Commercial Paper, Aktien- und Anleiheemissionen haben allesamt ein schwaches vergangenes Jahr hinter sich. Bei Ersteren war die Nettoemission sogar erneut negativ, während trotz eines sehr freundlichen Kapitalmarktumfelds auch kaum Börsengänge oder Kapitalerhöhungen stattfanden. Lediglich das Leasing verzeichnete ein Plus bei den abgeschlossenen Neuverträgen.

Konjunktur

Konjunktur stabilisiert sich zum Frühjahr. Im ersten Quartal diesen Jahres dürfte die deutsche Wirtschaft wohl nicht weiter geschrumpft sein, nach -0,2% ggü. Vq. in Q4 2024. Das nun beschlossene milliardenschwere Finanzpaket verspricht in die nächsten Jahren einen kräftigen Rückenwind für die Wirtschaft. Da es einige Zeit brauchen wird, bis der fiskalische Impuls greift und kurzfristig die negativen Auswirkungen der US-Handelspolitik überwiegen dürften, erwarten wir für das laufende Jahr nur ein verhaltenes Wachstum von 0,3%.

EZB noch mit Spielraum für Zinssenkungen. Während die Abschwächung der Verbraucherpreisinflation mehr oder weniger gemäß den Erwartungen der EZB verläuft, bestehen für den Zinsausblick aber makroökonomische Unsicherheiten, sowohl bezüglich der US-Handelspolitik als auch hinsichtlich der Lockerung der europäischen und insbesondere deutschen Fiskalpolitik.

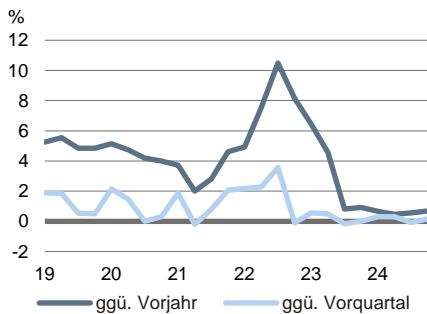


Kreditgeschäft und Konjunktur: Sorgt Fiskalpaket für Ausbruch aus der Stagnation?

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1

Unternehmensfinanzierung in Deutschland



* ohne sonstige Finanzinstitute

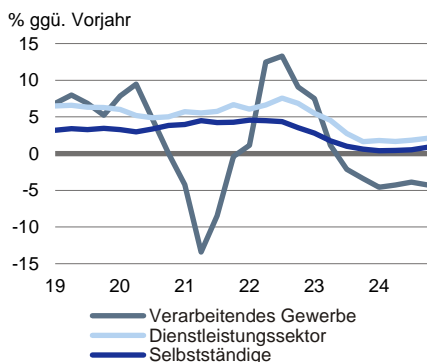
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Kreditvolumen

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen verharrte zum Jahresabschluss praktisch in der Stagnation. Gegenüber dem Vorquartal gab es ein leichtes Plus von 0,2% bzw. EUR 2,6 Mrd., sodass für das Gesamtjahr ein Anstieg von 0,7% zu Buche steht. Das ist das geringste Kreditwachstum seit einem Jahrzehnt. Das Kreditvolumen ist damit in den letzten beiden Jahren um 3 %-Punkte auf 39% des BIP gesunken. Hauptgrund dürfte die schwache gesamtwirtschaftliche Entwicklung sein: Deutschland steckt bislang in einer milden Rezession fest. Die politischen Beschlüsse der letzten Wochen – sofern sie tatsächlich umgesetzt werden – könnten jedoch zu deutlichen Veränderungen führen. Ein erheblicher fiskalischer Impuls steht im Raum, der durch höhere Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben sowie niedrigere Energiepreise und eventuell weitere Entlastungen der Unternehmen bei Steuern und Bürokratie das Investitionsklima am Standort Deutschland spürbar verbessern könnte. Belastungen aus sich zuspitzenden Handelsstreitigkeiten mit den USA wirken dem zum Teil entgegen, andererseits könnte sich das Umfeld bei einem potenziellen Waffenstillstand in der Ukraine aufhellen. Insgesamt ist daher in diesem Jahr von einem steigenden Finanzierungsbedarf und einem allmählichen Anziehen der Kreditvergabe auszugehen. Weitere Zinssenkungen der EZB dürften ebenfalls helfen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

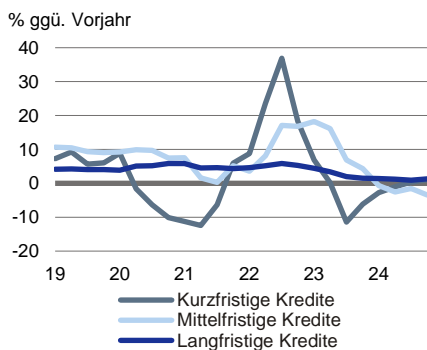


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** insgesamt sieht die Situation etwas besser aus – auch das ein Wandel, nachdem Deutschland lange Zeit eine überdurchschnittliche Kreditdynamik gehabt hatte. Aktuell liegt das Kreditvolumen mit nichtfinanziellen Unternehmen (ohne Selbstständige) in der EWU 1,2% über dem Vorjahresniveau, nach einem spürbaren Anstieg von 0,8% (EUR 41 Mrd.) allein im Schlussquartal. Eine freundlichere Entwicklung als in Deutschland gibt es mittlerweile u.a. in Frankreich und den Niederlanden, und Spanien befindet sich auf Augenhöhe.

... nach Fristigkeit*

3



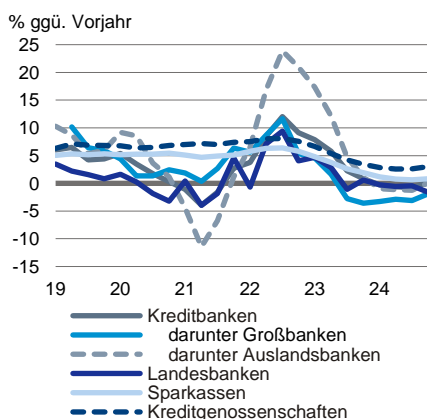
* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich der verschiedenen **Branchen** in Deutschland änderte sich zum Jahresausklang relativ wenig. Lediglich im Dienstleistungssektor zeichnet sich möglicherweise eine vorsichtige Erholung ab (Kreditbestand +2,1% ggü. Vj.). Im Verarbeitenden Gewerbe hält der kräftige Rückgang dagegen unvermindert an (-4,3%), bei Selbstständigen hellte sich das Bild zuletzt minimal auf (+0,9%). Eine leichte Besserung zeigt sich auch darin, dass der Anteil der Branchen, deren Kreditvolumen im Vorjahresvergleich im Minus liegt, am gesamten Kreditbuch mit Unternehmen und Selbstständigen im Dezember auf 20% zurückgegangen ist. Das ist der geringste Wert seit anderthalb Jahren. Unter den Dienstleistern schrumpft kein Wirtschaftszweig mehr. Andererseits war das Kreditgeschäft in Q4 immer noch in 12 der 22 Einzelbranchen rückläufig, verglichen mit 15 vor einem Jahr.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

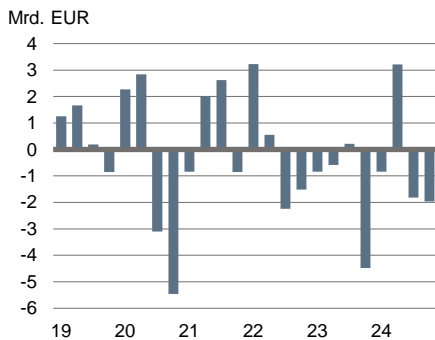
Innerhalb der Industrie waren es vor allem die volkswirtschaftlichen Kernbranchen, die von Oktober bis Dezember schwach abschnitten, zum Teil allerdings auch saisonal bedingt. Das Kreditvolumen ging sowohl bei Maschinenbau/Auto (EUR -3 Mrd.) als auch in der Chemie (EUR -1,3 Mrd.), bei Metall (EUR -0,9 Mrd.) und der Elektrotechnik (EUR -0,8 Mrd.) beträchtlich zurück. Das unterstreicht, in welchen Schwierigkeiten sich die für den Wirtschaftsstandort insgesamt so wichtige deutsche Industrie momentan befindet – und dass die Hauptursache keine hausgemachten Probleme einzelner Unternehmen sind, sondern ein widriges Umfeld, in dem Firmen aus ganz unterschiedlichen Branchen Gegenwind verspüren. Dabei reflektiert dies zwei gegensätzliche Effekte der letzten Wochen noch nicht: zum Einen den seit Amtsantritt der Regierung Trump eskalierten Handelsstreit mit den USA, zum Anderen die Aussichten auf eine entschiedene Wende in der deutschen Wirtschaftspolitik. Wie sich die Balance zwischen diesen negativen bzw. positiven Faktoren in den nächsten Monaten



Kreditgeschäft und Konjunktur: Sorgt Fiskalpaket für Ausbruch aus der Stagnation?

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

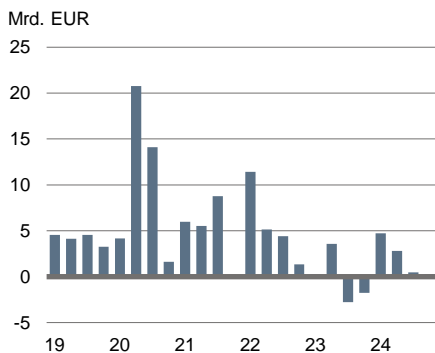
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

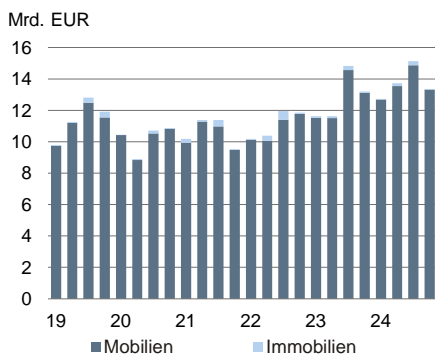
6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neuovolumen*

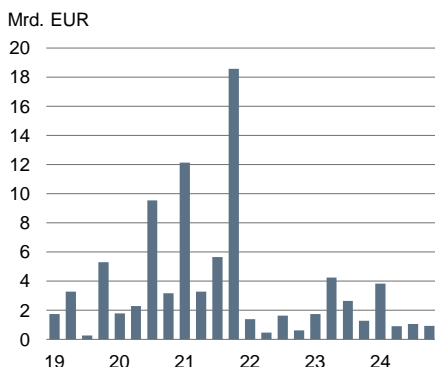
7



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

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

für die Industrie entwickeln wird, bleibt abzuwarten.

Von Zöllen auf Exporte sind Dienstleistungen viel weniger betroffen. Unter den einzelnen Branchen konnten die Wohnungsunternehmen im vergangenen Vierteljahr nach einer längeren Durststrecke wieder deutlich zulegen (EUR +5,1 Mrd.). Ähnlich sah es bei Telekom/Beratung/Werbung aus, den unternehmensnahen Dienstleistungen (EUR +1,9 Mrd.). Nicht rund lief es hingegen bei Gewerbeimmobilien (nur EUR +0,4 Mrd.) und erst recht bei den Beteiligungsgesellschaften (EUR -2,1 Mrd.).

Bei den sonstigen Branchen ragten zuletzt nur Versorger/Bergbau heraus (EUR +3,6 Mrd.).

Mit Blick auf die jeweiligen **Fristigkeiten** konnten sich die langfristigen Kredite (Laufzeit > 5 Jahre) in Q4 stabilisieren und liegen nun 1,4% höher als vor einem Jahr. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei Laufzeiten bis zu einem Jahr (+1,1%), dagegen schrumpfen die mittelfristigen Darlehen so stark wie seit 2011 nicht mehr (-3,5%).

Die Kreditgenossenschaften sind die einzige der großen **Bankengruppen**, die gegenwärtig mit einem Kreditplus von 3% gegenüber Vorjahr signifikant Marktanteile gewinnt. Die Sparkassen folgen mit erheblichem Abstand (+0,8%), während die Auslandsbanken stagnieren. Nicht zuletzt aufgrund ihres überdurchschnittlichen Engagements in der Kreditvergabe an die Industrie stecken Landesbanken (-1,6%), Großbanken (-1,9%) und staatliche Förderbanken (einschl. DZ Bank) (-2,4%) weiter sämtlich in den „roten Zahlen“.

Zum Jahresende konnten Genossenschaftsbanken und Sparkassen einmal mehr Zuwächse v.a. bei den Wohnungsunternehmen und Versorger/Bergbau sowie die Sparkassen auch bei den Gewerbeimmobilienfirmen erzielen. Großbanken und Förderbanken wiederum mussten Rückgänge bei Beteiligungsgesellschaften und dem Handel hinnehmen, die Großbanken darüber hinaus in mehreren zentralen Industriebranchen (nur zum Teil ein typischer saisonaler Effekt). Die Auslandsbanken schnitten bei Maschinenbau/Auto ebenfalls schwach ab, konnten das aber durch Anstiege im Verkehr und bei den unternehmensnahen Dienstleistungen mehr als ausgleichen.

Andere Finanzierungsquellen

Von Oktober bis Dezember wie auch im Gesamtjahr 2024 entwickelten sich die meisten Finanzierungsalternativen ähnlich kraftlos wie die Kreditseite.

Der Rückgang bei **Commercial Paper** von Nichtbanken hielt auch im vergangenen Jahr an. Nach einem saisonal üblichen schwachen Q4 stand insgesamt eine Nettoemission von EUR -1,4 Mrd. zu Buche. Das bedeutet, der – zugegeben nicht sehr umfangreiche – Markt ist in den letzten beiden Jahren um fast die Hälfte geschrumpft (Umlauf -45%).

Nur wenig besser sah es bei **Unternehmensanleihen** aus: Das Geschäft stagnierte in Q4 erneut, sodass 2024 als Ganzes unter dem Strich auf eine Nettoemission von EUR 8,2 Mrd. kam – weniger als der langfristige Durchschnitt. Im Euroraum insgesamt war die Dynamik dagegen höher. Hier lag die Summe von Januar bis Dezember netto bei EUR 64 Mrd., was ein Lichtblick nach dem Zinsschock der beiden Vorjahre war. Die EZB führte auch zum Jahresausklang die von ihr gehaltenen Papiere um EUR 10 Mrd. auf noch EUR 333 Mrd. zurück.

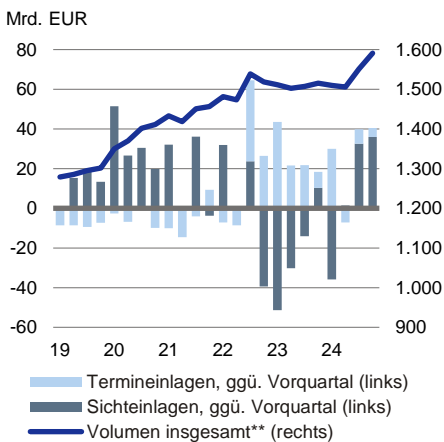
Obwohl der Schwung zum Jahresende hin etwas nachließ, kam das **Leasing** 2024 insgesamt mit EUR 55 Mrd. noch auf ein kräftiges Plus von 7,2% ggü. Vorjahr bei den neu abgeschlossenen Verträgen (wobei nicht alle Geschäfte am Ende auch vollzogen werden). Pkw waren einmal mehr der Hauptwachstumstreiber, gut lief es aber auch bei Lkw & Bussen sowie Luft- & Schienenfahrzeugen. Leicht aufwärts ging es bei Baumaschinen. Auf der anderen Seite stagnierten Maschinen für die Produktion und die Büroelektronik war sogar



Kreditgeschäft und Konjunktur: Sorgt Fiskalpaket für Ausbruch aus der Stagnation?

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
 ** Enthält statistische Umklassifizierungen in Q3 20, Q3 & Q4 22, Q3 & Q4 23 und Q2 & Q3 24.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

deutlich rückläufig.

Aktienemissionen haben ein weiteres schwaches Jahr hinter sich, das dritte in Folge. Das Gesamtvolumen betrug nur EUR 6,7 Mrd. Immerhin gab es in Q4 nach längerer Zeit mal wieder einen größeren Börsengang, den eines Medienunternehmens. Darüber hinaus setzte sich die Dürre jedoch fort, einem sehr freundlichen Kapitalmarktumfeld zum Trotz.

Einlagenvolumen

Das Einlagenwachstum mit Unternehmen und Selbstständigen hat sich im zweiten Halbjahr 2024 erheblich beschleunigt. Gleichzeitig macht die sinkende Zinsdifferenz (s. unten) zwischen Termin- und Sichteinlagen Ersterer weniger attraktiv. So legten Termingelder von Oktober bis Dezember nur noch um EUR 4 Mrd. zu, Sichteinlagen hingegen um EUR 36 Mrd. In Summe erhöhten sich die Einlagen in den letzten 12 Monaten um 4,5% – möglicherweise auch das Ergebnis zunehmender Verunsicherung und anhaltend geringer Investitionen der Firmen.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die Banken sind in Q4 wieder dazu übergegangen, die allgemeinen **Kreditstandards** zu verschärfen, wie netto 13% der Institute berichteten. Die mit den höheren Zinsen ab dem zweiten Halbjahr 2022 einhergehende Straffungsphase war eigentlich schon beendet gewesen. Zunehmende Sorgen über die Konjunktur und die Entwicklung in einzelnen Branchen sowie eine geringere Risikotoleranz der Banken haben nun aber zu nochmals verschärften Standards geführt. Davon waren große wie kleine Unternehmen, kurz- wie langfristige Darlehen ähnlich stark betroffen. In geringerem Ausmaß schlug sich dies auch in den konkreten Kreditkonditionen nieder; so kletterte die Marge für riskantere Kredite erneut (bei 7% der Banken). Der Anteil abgelehnter Kreditanträge stieg bei 20% der Institute, der höchste Wert seit Beginn dieser Erhebung 2016 und ein klares Warnsignal. In Euroland sah es insgesamt etwas moderater aus, hier sank u.a. die Marge für durchschnittliche Kredite weiter.

Auch die **Kreditnachfrage** verzeichnete zuletzt einen Dämpfer, sie nahm zwischen Oktober und Dezember verglichen mit dem Vorquartal zwar zu (gemeldet von netto 7% der Banken), aber deutlich weniger als zuvor. In der EWU als Ganzes gab es effektiv sogar gar kein Plus.

Im **zu Ende gehenden Quartal** rechnen die Banken in Deutschland mit einer weiteren Verschärfung der Kreditstandards (netto berichtet von 13% der Institute, bei großen Unternehmen mehr als bei KMU) und nur noch eine unveränderte Nachfrage. Das Gleiche gilt praktisch auch für die Euro-Banken im Aggregat. Allerdings könnte sich das Bild in Deutschland nach der Verabschiedung des Fiskalpakets und im Fall von Entlastungsmaßnahmen für Unternehmen durch die neue Bundesregierung möglicherweise bald spürbar aufhellen.

Zinssätze

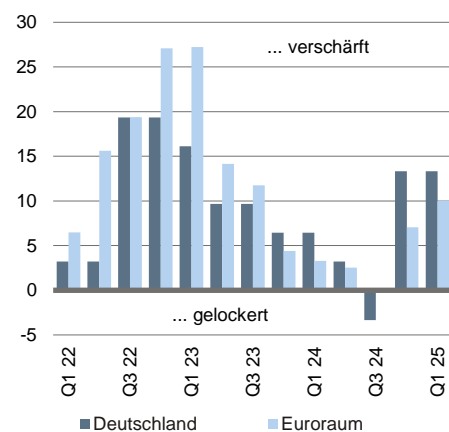
Die Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** fallen mittlerweile zügig, von Beginn der Leitzinssenkungen der EZB bis Jahresende waren es im Durchschnitt 0,7 %-Punkte. Dabei fiel der Rückgang bei kurzen Zinsbindungsfristen stärker aus als bei langfristigen Festzinskrediten (Zinsbindung > 5 Jahre). Letztere sind mit 3,3% p.a. weiterhin relativ günstig, während kleinere Kredite an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.) mit 5,1% fast 1 %-Punkt mehr kosten als größere Volumina. Grundsätzlich dürfte sich dieser Trend fortsetzen, allerdings ist denkbar, dass die Zinsen aufgrund höherer Staatsausgaben auf deutscher und EU-Ebene und des EU-US-Handelsstreits nicht soweit sinken werden wie bislang erwartet.

Der Abstand zwischen den Zinsen für **Sicht- und Termineinlagen** hat im vergangenen Jahr um 0,8 %-Punkte abgenommen, was insbesondere an den auf 2,9% reduzierten Termingeldzinsen lag.

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

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

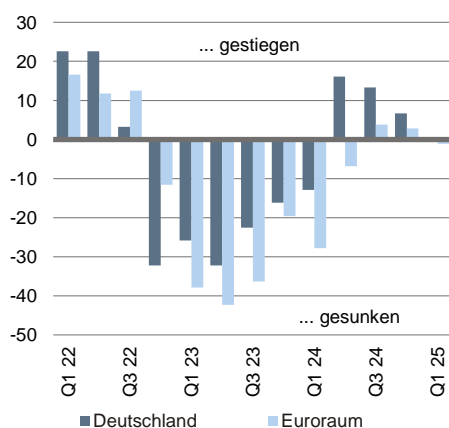


* Q1 25 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

11



* Q1 25 erwarteter Wert

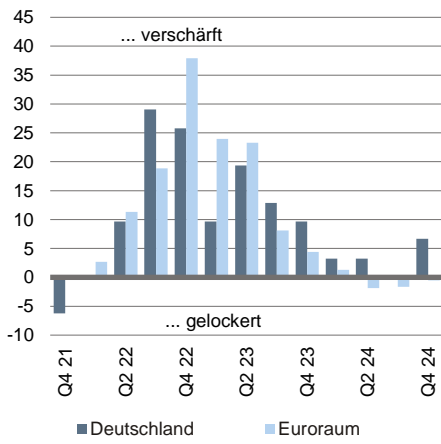
Quellen: Bundesbank, EZB



Kreditgeschäft und Konjunktur: Sorgt Fiskalpaket für Ausbruch aus der Stagnation?

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

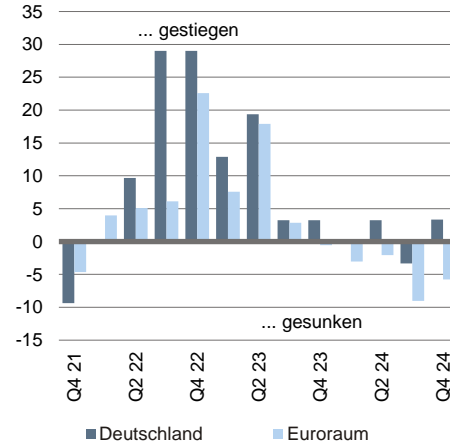
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

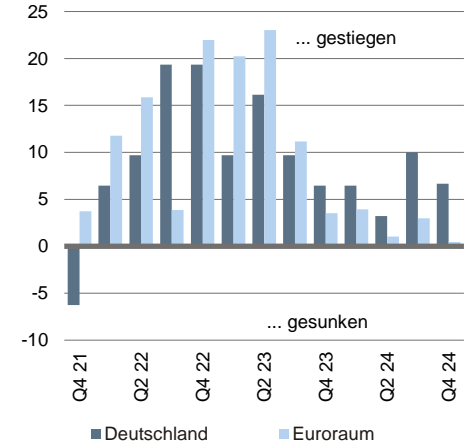
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

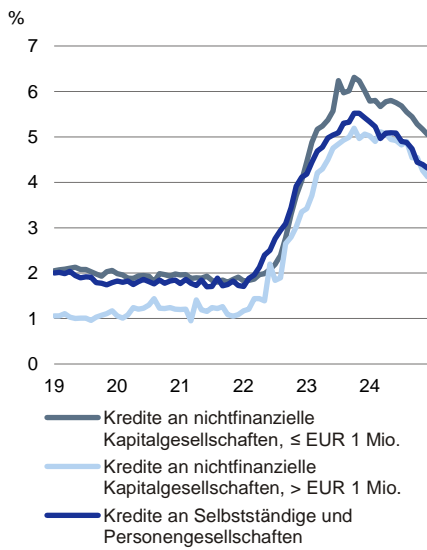
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

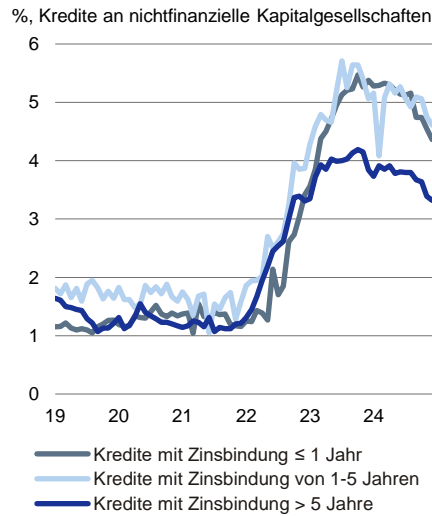
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

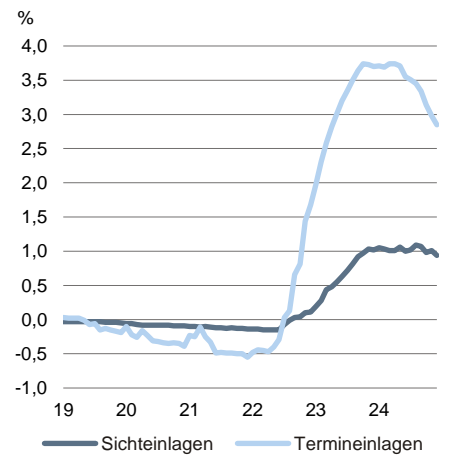
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



Kreditgeschäft und Konjunktur: Sorgt Fiskalpaket für Ausbruch aus der Stagnation?

Deutschland: Konjunkturprognose

18

Konjunktur stabilisiert sich zum Frühjahr

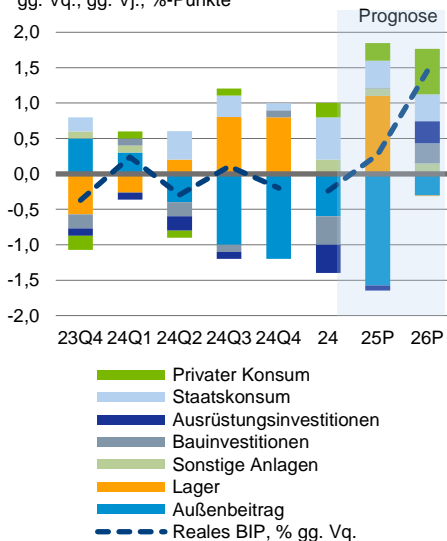
% ggü. Vj.	2024	2025P	2026P
Reales BIP	-0,2	0,3	1,5
Privater Konsum	0,3	0,5	1,2
Staatsausgaben	3,5	1,7	1,6
Anlageinvestitionen	-2,7	-0,4	3,8
Ausrüstungen	-5,5	-1,2	5,0
Bau	-3,3	0,2	3,1
Lager, %-Punkte	0,0	1,1	0,0
Exporte	-1,1	-1,6	2,5
Importe	0,2	2,4	3,5
Nettoexport, %-Punkte	-0,6	-1,6	-0,3
VPI (nat. Def.)	2,3	2,4	2,7
VPI Kernrate	3,1	2,5	2,7
Staatsverschuldung, % BIP	63,5	64,5	64,6
Arbeitslosenquote, %	6,0	6,2	6,0
Industrieproduktion	-4,8	-1,5	1,0
Budgetsaldo, % BIP	-2,8	-2,9	-3,2

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutsches BIP & Komponenten:
Wachstum dürfte 2026 stärker anziehen

19

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

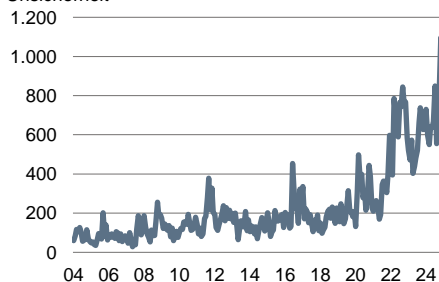


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wahrnehmung wirtschaftspolitischer
Unsicherheit zog Ende 2024 weiter an

20

Nachrichtenbasierter Index wirtschaftspolitischer
Unsicherheit



Quellen: Baker, Bloom & Davis, Deutsche Bank Research

- Im ersten Quartal diesen Jahres dürfte die deutsche Wirtschaft wohl nicht weiter geschrumpft sein, nach -0,2% ggü. Vq. in Q4 2024. Das nun beschlossene milliardenschwere Finanzpaket verspricht in den nächsten Jahren einen kräftigen Rückenwind für die Wirtschaft. Bis dahin dürfte das deutsche BIP in 2025 aber erst einmal nur verhaltene 0,3% wachsen.
- Im Schlussquartal 2024 fiel der Außenbeitrag deutlich negativ aus. Die inländischen Verwendungskomponenten vermochten dies nicht auszugleichen, trotz eines kräftigen Wachstumsbeitrags der Vorratsveränderungen und kleineren Impulsen der Bauinvestitionen und Staatsausgaben. Der private Verbrauch und die Ausrüstungsinvestitionen waren anämisch.

Mit der Abstimmung in Bundestag und -rat wurde eine historische Reform der Schuldenbremse beschlossen. Dieser Paradigmenwechsel, der sich rund um die Münchner Sicherheitskonferenz abzeichnete, ist nun in der Verfassung verankert. Wenngleich noch einige Unsicherheit über das Ausmaß und die zeitliche Abfolge der bevorstehenden fiskalischen Expansion besteht, haben wir unsere makroökonomischen Prognosen im [Focus Germany – Zahlenwende: revising our German macro forecasts](#) angepasst. Da es einige Zeit brauchen wird, bis der fiskalische Impuls greift und kurzfristig die negativen Auswirkungen der US-Handelspolitik überwiegen dürften, erwarten wir für das laufende Jahr nur ein verhaltenes Wachstum von 0,3%. Nichtsdestotrotz könnte schon die Konkretisierung der geplanten staatlichen Maßnahmen bald für eine Aufhellung des Sentiments sorgen. Erste Ansätze sind möglicherweise schon Ende Q1 sichtbar geworden. Im Jahr 2026 könnte das BIP dann schon kräftigere 1,5% zulegen und für das Jahr 2027 erscheint sogar eine Wachstumsrate von 2,0% plausibel. Es bleibt aber abzuwarten, inwieweit die nächste Regierungskoalition auch Strukturreformen verabschieden wird, um das Potenzialwachstum zu stärken, damit auch dauerhaft höhere Wachstumsraten möglich werden.

Privater Verbrauch noch ohne Schwung

Mit einer Wachstumsrate von nur 0,1% ggü. Vq. in Q4 2024 verlor die ohnehin nur leichte Erholung des privaten Verbrauchs vorerst wieder an Kraft. Dies ist umso enttäuschender, als dass die real verfügbaren Haushaltseinkommen im Vorjahresvergleich kräftige 1,6% zulegen konnten. Angesichts einer Sparquote von 11,5% dürften aber Vorsichtsmotive überwogen haben, nicht zuletzt infolge der Abkühlung des Arbeitsmarktes. Die Arbeitslosenzahl steigt schon einige Zeit langsam an und gemäß dem von der Europäischen Kommission erhobenen Konsumklima (ESI) zogen auch die Erwartungen von Arbeitslosigkeit für die kommenden 12 Monate in Q4 spürbar an. Unabhängig davon war auch noch ein Teil der Einkommenszuwächse auf Einmalzahlungen zurückzuführen. Nach einem schwachen Jahresauftakt konnte sich das ESI-Konsumklima in 2025 bislang nur wenig erholen. Die Kaufabsichten sind nach wie vor zurückhaltend und die Sparneigung hoch. Auch der Arbeitsmarkt dürfte zunächst kaum Unterstützung bieten. Die Arbeitslosenzahl dürfte erst einmal weiter zumindest leicht ansteigen und das Tariflohnwachstum gegenüber 2024 auf 3% nachlassen. Daher dürfte sich der private Verbrauch auch im weiteren Jahresverlauf vorerst nur langsam erholen. Für eine stärkere Belebung dürfte es unter anderem eines deutlichen Rückgangs der wahrgenommenen wirtschaftspolitischen Unsicherheit bedürfen. Dazu könnte auch die Konkretisierung entlastender Maßnahmen der neuen Bundesregierung beitragen. Zunächst erwarten wir im Jahresdurchschnitt 2025 ein Wachstum des privaten Verbrauchs von 0,5% nach 0,3% im Vorjahr. 2026 könnte die Belebung dann mit 1,5% kräftiger ausfallen.



Kreditgeschäft und Konjunktur: Sorgt Fiskalpaket für Ausbruch aus der Stagnation?

Bau- und Ausrüstungsinvestitionen uneinheitlich

Im Schlussquartal 2024 konnten die Bruttoanlageinvestitionen mit 0,4% ggü. Vq. nur leicht anziehen, nach einem Rückgang von -0,5% in Q3. Im Gesamtjahr 2024 schrumpften sie um -2,8%.

Lediglich die Bauinvestitionen sorgten in Q4 mit einem Plus von 1,0% ggü. Vq. für einen positiven Impuls. Sowohl in Wohnbauten als auch Nichtwohnbauten wurde mehr investiert. Vor allem der Wohnungsbau dürfte von dem Rückgang der Bauzinsen profitiert haben, der bis Ende 2024 anhält. Im Gegenzug könnte deren kräftiger Anstieg im Verlauf von Q1 nun wieder dämpfend wirken.

Die Ausrüstungsinvestitionen blieben in Q4 mit -0,3% ggü. Vq. weiter kraftlos. Mit Ausnahme von Q3 2023 war dies nun der achte Rückgang in neun Quartalen. Im Jahresdurchschnitt 2024 schrumpften die Ausrüstungsinvestitionen um kräftige 5,5%. Vor allem die Ende 2024 nochmals gestiegene Wahrnehmung wirtschaftspolitischer Unsicherheit, gepaart mit einer Abschwächung der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe auf 76,6% belasteten das Investitionsklima. Während die Unsicherheitswahrnehmung Anfang 2025 abnahm, ging die Kapazitätsauslastung in der Industrie erneut leicht zurück. Eine spürbare Belebung der Ausrüstungsinvestitionen ist wahrscheinlich erst zur Jahresmitte hin zu erwarten, vor allem wenn die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der neuen Bundesregierung konkreter geworden sind.

Der volumenmäßig kleinere Bereich der Sonstigen Investitionen, die auch wichtige Ausgaben für geistiges Eigentum (z.B. Software, Ausgaben für Forschung) umfassen, schrumpfte in Q4 leicht um -0,2% ggü. Vq.

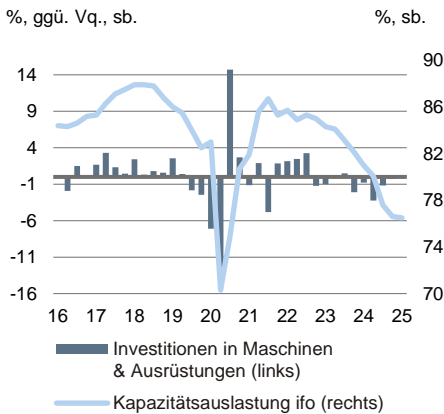
Industrieproduktion stabilisiert sich in schwierigem Umfeld

Ende Q1 könnten die Umfrageindikatoren für das Verarbeitende Gewerbe nun eine baldige Stabilisierung der Industrieproduktion andeuten. Im März lagen die Produktionserwartungen im Einkaufsmanagerindex (PMI) weiter deutlich im expansiven Bereich von über 50 Punkten. Auch die Einschätzung der aktuellen Produktion kletterte zum ersten Mal seit knapp zwei Jahren wieder über diese kritische Schwelle. Doch es ist Vorsicht geboten, denn die US-Handelspolitik stellt weiterhin ein deutliches Abwärtsrisiko dar. Die jüngste Stimmungsaufhellung könnte sogar maßgeblich von Vorzieheffekten angesichts drohender US-Importzölle getrieben worden sein. Damit dürfte dann auch ein gewisses Rückschlagpotenzial verbunden sein. Unterstützung für das Verarbeitende Gewerbe werden z.B. die in der neuen Legislaturperiode geplanten Maßnahmen zur Stromkostensenkung bieten. Aber angesichts des negativen statistischen Überhangs aus 2024 von -1,8 %-Punkten dürfte die Industrieproduktion im laufenden Jahr um -1,5% schrumpfen, bevor sie in 2026 wieder 1,0% zulegen könnte.

Arbeitsmarktdynamik hat weiter nachgelassen

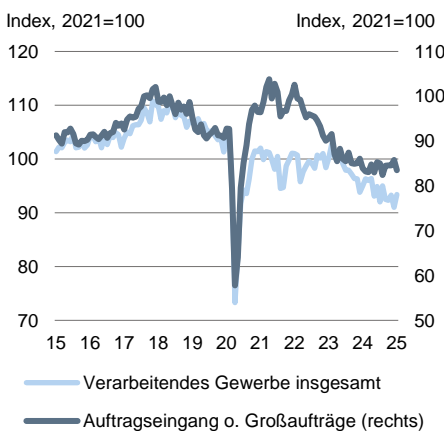
Die Erwerbstätigkeit insgesamt stagnierte im Schlussquartal 2024, während die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung noch einmal leicht um rund 20.000 Personen zulegen konnte auf ein neues Allzeithoch von kalender- und saisonbereinigt 34,97 Millionen. Währenddessen waren rund 2,86 Millionen Personen als arbeitslos registriert, 48.000 mehr als in Q3. Entsprechend legte die Arbeitslosenquote um ein Zehntel zu auf 6,1%. Auch im Frühjahr diesen Jahres dürfte die Arbeitslosenzahl weiter ansteigen, dies signalisieren unter anderem die Arbeitsmarktfrühindikatoren von IAB und ifo-Institut. Vor allem im Verarbeitenden Gewerbe, aber auch im Handel wollen die befragten Unternehmen weiter Stellen abbauen. Vor diesem Hintergrund dürfte die Arbeitslosenquote im Jahresdurchschnitt von 2025 auf 6,2% steigen nach 6,0% in 2024. Die

Kapazitätsauslastung noch ohne Schwung 21



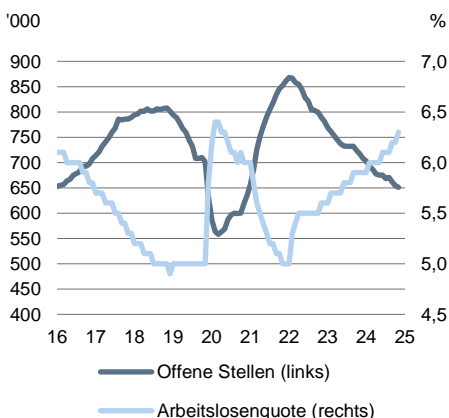
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Industrieproduktion mit Stabilisierungstendenz, Auftragseingänge noch verhalten 22



Quelle: Statistisches Bundesamt

Abkühlung des Arbeitsmarktes hält an 23



Quelle: Bundesagentur für Arbeit



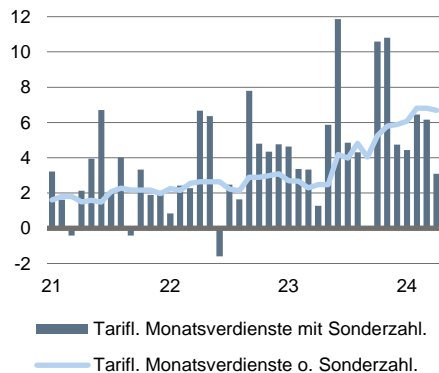
Kreditgeschäft und Konjunktur: Sorgt Fiskalpaket für Ausbruch aus der Stagnation?

sozialversicherungspflichtige Beschäftigung wird in diesem Jahr wahrscheinlich stagnieren und erst in 2026 wieder etwas zulegen, wenn sich die deutsche Wirtschaft wie von uns erwartet spürbar belebt. Die Arbeitslosenquote könnte dann auf 6,0% zurückgehen.

Tariflohnwachstum lässt nach

24

% ggü. Vj.



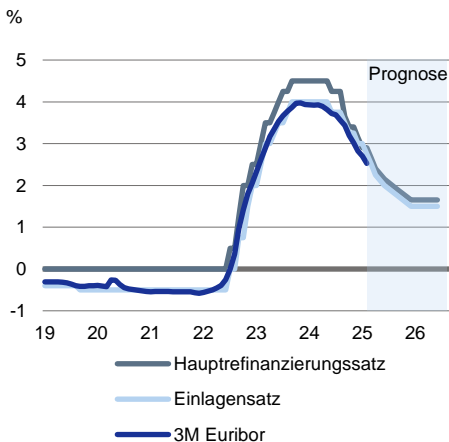
Quelle: Deutsche Bundesbank

Tariflohnwachstum schwächt sich ab

Die diesjährige Tarifrunde – prominent eingeläutet von den Verhandlungen im Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden – dürfte unter dem Strich eine schwächere Dynamik aufweisen als im Vorjahr, als sie auch noch durch staatlich unterstützte Einmalzahlungen befeuert wurde. Nach einem kräftigen Plus von 6,1%, dem größten Zuwachs seit 30 Jahren, werden die Tariflöhne in diesem und im nächsten Jahr wahrscheinlich noch mit einer Rate von 3,0% zulegen. Die zunächst noch schwache Konjunktur und die damit einhergehende Abkühlung des Arbeitsmarktes sowie die geringere Verbraucherpreisinflation dürften sich dämpfend auswirken. Zusätzlich gibt es einen negativen Basiseffekt, da die Maßnahme für steuer- und abgabenbefreite Inflationsausgleichsprämien Ende 2024 ausgelaufen ist. Zu den großen Tarifbereichen mit mehr als 100.000 Beschäftigten, in denen in diesem Jahr noch Verhandlungen anstehen, zählen das Versicherungsgewerbe, das Kfz-Gewerbe und im vierten Quartal dann der Öffentliche Dienst der Länder (o. Hessen), die Zeitarbeit (GVP) und die Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie. Insgesamt werden in 2025 Tarifverträge für rund 7,5 Millionen Beschäftigte neu verhandelt.

EZB Leitzinsen und Prognose

25



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

EZB noch mit Spielraum für Zinssenkungen

Anfang März hat die EZB ihre Leitzinsen erwartungsgemäß um weitere 25 Basispunkte (Bp.) abgesenkt. Der Einlagensatz liegt nun bei 2,50%. Während die Abschwächung der Verbraucherpreisinflation mehr oder weniger gemäß den Erwartungen der EZB verläuft, betonte Präsidentin Lagarde zuletzt aber die makroökonomischen Unsicherheiten, sowohl bezüglich der US-Handelspolitik als auch mit Blick auf die Lockerung der europäischen und insbesondere deutschen Fiskalpolitik. Je nachdem, wann und in welchem Umfang sich diese Risiken materialisieren, könnte unsere Erwartung einer Absenkung des Einlagensatzes auf 1,50% bis Ende 2025 etwas zu aggressiv sein. Ein Einlagensatz von 1,50% würde deutlich unter dem neutralen Bereich liegen, den die EZB zwischen 1,75% und 2,25% verortet. Da für die Eurozone in der kurzen Frist die negativen Wachstumsrisiken infolge weiterer US-Importzölle dominieren, erwarten wir die nächsten Leitzinssenkungen um jeweils 25 Bp. schon am 17. April und 5. Juni.

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

© Copyright 2025. 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.