



5. Juni 2025

# Kreditgeschäft und Konjunktur in Q1 2025: Der Wendepunkt?

## 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

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

DB Research Management  
Robin Winkler

## Unternehmensfinanzierung

**Kreditgeschäft könnte am Beginn einer Erholung stehen.** Das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen hat im üblicherweise starken ersten Quartal um solide EUR 8,1 Mrd. bzw. 0,5% zugelegt. Auf Jahressicht steht damit ein Plus von 0,9% zu Buche. Im Geschäft mit der Industrie und Selbstständigen zeigte sich ebenso eine moderate Verbesserung wie bei langfristigen Krediten, der absolut gesehen größten Kategorie. Dennoch liegen viele Bankengruppen im Vorjahresvergleich immer noch im Minus, während die Genossenschaftsbanken deutlich expandieren. Weder Kreditstandards noch Kreditnachfrage änderten sich in Q1 fundamental. Zwar haben sich einerseits die Aussichten durch die Verschärfung des Handelsstreits mit den USA eingetrübt, andererseits dürften die angekündigten Entlastungsmaßnahmen und höheren Investitionen der neuen Regierung perspektivisch genauso für Rückenwind sorgen wie die anhaltenden (wenn auch langsam auslaufenden) Zinssenkungen der EZB. Die zuletzt hohe Dynamik des Einlagenwachstums ließ nach, auf 3,6% im 12-Monats-Vergleich.

**Finanzierungsalternativen weiter ohne Schwung.** Zwar konnten sich Commercial Paper von der Schrumpfung im Vorjahr etwas erholen, und Anleihen immerhin eine Nettoemission von EUR 2,7 Mrd. verzeichnen, allerdings war das Glas damit trotzdem nur „halb voll“. Aktienemissionen mussten sogar das schwächste Vierteljahr seit 2019 hinnehmen und auch im Leasing, das sich lange Zeit noch ziemlich robust entwickelt hatte, verlief der Jahresauftakt sehr gedämpft.

## Konjunktur

**Deutsche Konjunktur mit Rückenwind ins Frühjahr.** Mit einem Wirtschaftswachstum von 0,4% ggü. Vq. zeigte sich die deutsche Konjunktur in Q1 überraschend kräftig, getrieben von florierenden Exporten, einer Belebung des privaten Verbrauchs und von Impulsen der Bruttoanlageinvestitionen. Umfrageindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Erholung in Q2 weiter fortsetzt. Unter Voraussetzung eines baldigen handelspolitischen Kompromisses zwischen den USA und der EU dürfte die deutsche Wirtschaft in 2025 nun wieder leicht um 0,3% wachsen.

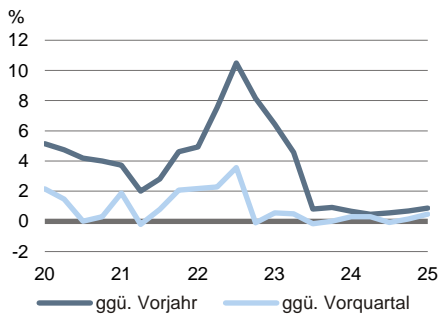
**EZB schreitet vorsichtig voran.** Nach der erneuten und erwartungsgemäßen Leitzinssenkung um 25 Basispunkte im Juni liegt der Einlagensatz der EZB bei 2,00%. Während die Verbraucherpreisinflation die Zielmarke von 2,0% bereits im Mai leicht unterschritten hat, dürfte die EZB dennoch abwarten, wie sich das makroökonomische Umfeld entwickelt, vor allem mit Blick auf die Auswirkungen der US-Handelspolitik. Im September könnte dann die nächste Zinssenkung um 25 Basispunkte folgen. Der Einlagensatz würde dann mit 1,75% am unteren Rand des von der EZB als „Neutral“ erachteten Zinsintervalls liegen.



## Kreditgeschäft und Konjunktur in Q1 2025: Der Wendepunkt?

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

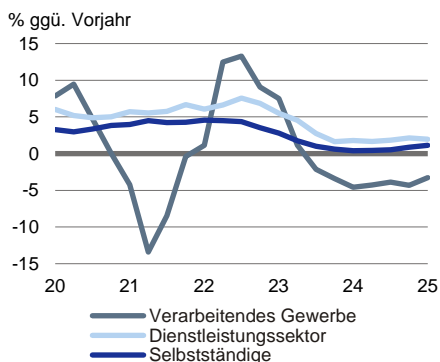
## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen könnte am Beginn einer zaghaften Erholung stehen. Zum Jahresauftakt legte das Kreditvolumen – saisonal typisch – um EUR 8,1 Mrd. bzw. 0,5% zu. Der 12-Monats-Vergleich erhöhte sich damit auf +0,9%, immerhin eine weitere kleine Verbesserung seit dem Tiefpunkt bei 0,5% im letzten Sommer. Zu beachten sind hierbei v.a. zwei Dinge: Einerseits könnte die leichte Aufhellung einen vorsichtigen Optimismus der Unternehmen widerspiegeln, dass die neue Bundesregierung nach der Bundestagswahl im Februar wirtschaftsfreundliche Reformen umsetzen wird, die den Standort Deutschland im internationalen Wettbewerb stärken. Die im Koalitionsvertrag vereinbarten konkreten Entlastungsmaßnahmen waren allerdings bis Ende März noch nicht bekannt. Andererseits liegt der Stichtag für die Daten vor der Ankündigung umfassender Zollerhöhungen durch die US-Regierung, in deren Folge sich das Geschäftsumfeld gerade für viele exportorientierte deutsche Firmen erneut deutlich eingetrübt hat. Insofern könnten die Zahlen zum Quartalsende noch ein zu rosiges Bild zeichnen. Ähnliches gilt für die Ergebnisse des Bank lending surveys weiter unten. Damit dürfte die Entwicklung des Kreditgeschäfts bis auf Weiteres mit ähnlich viel Unsicherheit behaftet bleiben wie die volkswirtschaftliche Dynamik insgesamt. Die unterstützend wirkenden Zinssenkungen der EZB werden dabei vermutlich in den nächsten Monaten langsam auslaufen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

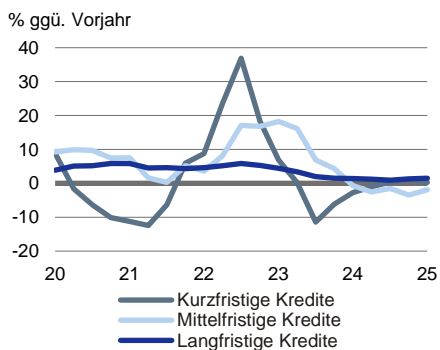


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

In **Euroland** als Ganzes läuft die Kreditvergabe weiterhin schwungvoller als in Deutschland. Bei nichtfinanziellen Unternehmen (ohne Selbstständige) gab es zu Jahresbeginn ein Plus von EUR 28 Mrd. oder 0,5% ggü. Dezember, so dass der Vorjahresvergleich auf +1,7% zunahm. In Frankreich, Spanien oder den Niederlanden ist das Kreditwachstum mittlerweile wesentlich dynamischer als hierzulande. Lediglich in Italien hält die Schrumpfung an, obwohl sich auch dort das Tempo verlangsamt.

... nach Fristigkeit\*

3



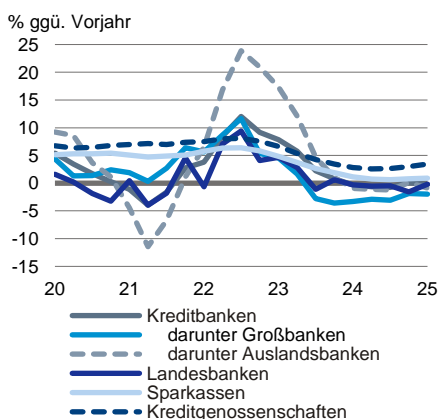
\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bezüglich einzelner **Branchen** in Deutschland zeigt sich die leichte Besserung insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe, wo sich der Rückgang des Kreditbestands auf 3,3% ggü. Vorjahr verringerte, und bei Selbstständigen, wo sich das Wachstumstempo auf 1,2% beschleunigte. Im Dienstleistungssektor änderte sich praktisch nichts (+2%). Um etwas Wasser in den Wein zu gießen: Mit Blick auf das gesamte Kreditbuch mit Unternehmen und Selbstständigen ist jedoch der Anteil der Branchen, die im Vorjahresvergleich unter Wasser sind, auf 38% geklettert – der im aktuellen Abschwung bisher höchste Wert. Im üblicherweise saisonal starken Q1 verzeichneten andererseits nur 5 der 22 Einzelbranchen ein Minus gegenüber Vorquartal, genauso viele wie vor einem Jahr.

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Innerhalb der Industrie legten v.a. die Elektrotechnik (EUR +1 Mrd.) und die Ernährung (EUR +0,5 Mrd.) ordentlich zu, die allerdings beide zuletzt auch eher schwach abgeschnitten hatten. Insgesamt war es das erste Vierteljahr seit Beginn der EZB-Zinsschwäche vor knapp drei Jahren, in dem das Kreditvolumen in sämtlichen Industriebranchen anstieg. Hier werden aber vermutlich die Anfang April verhängten höheren US-Zölle am stärksten wirken, so dass die Unsicherheit über die zukünftigen Geschäftsperspektiven am größten sein dürfte.

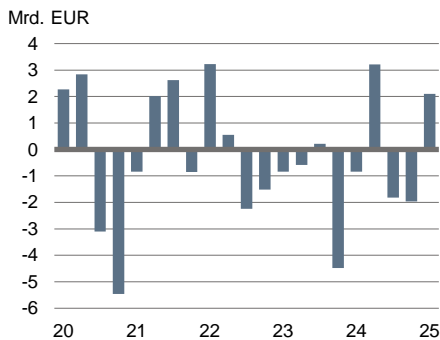
Das Kreditplus im Dienstleistungssektor zwischen Dezember und März entfiel zum überwiegenden Teil auf die wenig konjunktursensiblen Wohnungsunternehmen (EUR +3,2 Mrd.). Moderate Zuwächse von EUR 0,6-0,7 Mrd. verbuchten zudem Telekom/Beratung/Werbung (die unternehmensnahen Dienstleistungen), Gewerbeimmobilien und Beteiligungsgesellschaften. Ein kräftiges Minus von EUR 0,8 Mrd. mussten dagegen, ähnlich wie schon im Vorquartal, die sonstigen Dienstleistungen hinnehmen.



## Kreditgeschäft und Konjunktur in Q1 2025: Der Wendepunkt?

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

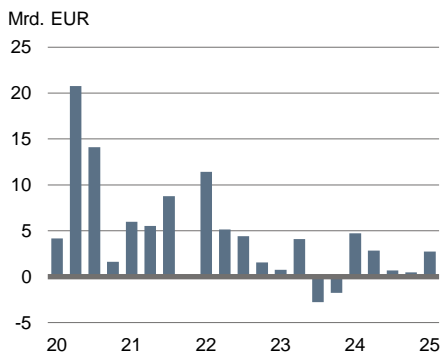
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

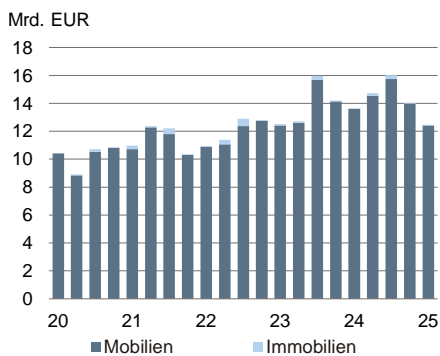
6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Leasinggeschäft, Neu volumen\*

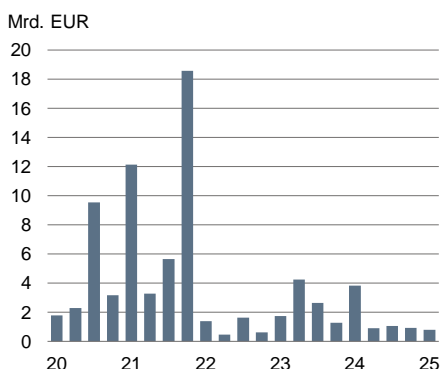
7



\* statistischer Bruch in Q1 2021. Entspricht nicht dem Gesamtmarkt.  
Quelle: BDL

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den übrigen Branchen konnten zum Jahresstart lediglich die Versorger/ Bergbau überzeugen (EUR +2,4 Mrd.). Auf der anderen Seite enttäuschten die Landwirtschaft (EUR -1,3 Mrd.) und der Bau (EUR -0,5 Mrd.).

Hinsichtlich der verschiedenen **Fristigkeiten** manifestiert sich die zaghafte Erholung v.a. bei den langfristigen Krediten (Laufzeit > 5 Jahre), die jetzt 1,5% über Vorjahresniveau liegen. Die kurzfristigen Kredite (Laufzeit < 1 Jahr) stagnieren hingegen de facto (+0,3%), während sich der Rückgang der mittelfristigen Darlehen auf 1,9% verlangsamt hat. Deren Schwäche ist wahrscheinlich auch dadurch bedingt, dass sie seit Monaten die teuerste Kreditkategorie sind (zur Zinsentwicklung s. unten).

Bei vielen **Bankengruppen** ist das Kreditvolumen weiterhin niedriger als vor einem Jahr. Dazu zählen insbesondere Institute, die einen Schwerpunkt auf dem anhaltend schrumpfenden Geschäft mit der Industrie haben – d.h. die Großbanken (-2%), staatlichen Förderbanken (einschl. DZ Bank) (-1,2%), Auslandsbanken (-0,9%) sowie die Landesbanken (-0,2%). Einzig bei den Verbänden nahm die Kreditvergabe zu. Dabei lassen die Kreditgenossenschaften (+3,4%) die Sparkassen (+0,9%) klar hinter sich.

In den ersten drei Monaten des Jahres gab es relativ wenige branchenspezifische Ausreißer unter den einzelnen Bankengruppen. Auffällig waren bei den Genossenschaftsbanken die Anstiege bei Wohnungsunternehmen und den unternehmensnahen Dienstleistungen, ebenso wie der Rückgang bei den sonstigen Dienstleistungen. Die Wohnungsunternehmen sind schon seit vielen Jahren einer der größten Wachstumsbereiche der Genossenschaftsbanken, die auf dem Gebiet ihren Marktanteil von gut 6% vor der Finanzkrise auf nun 29% mehr als vervierfachen konnten, und das bei einem nominal mehr als verdoppelten Marktvolumen. In Q1 2025 wiederum schnitten die Landesbanken bei den Versorgern/Bergbau und Telekom/Beratung/Werbung gut ab, die Sparkassen bei den Gewerbeimmobilienfirmen. Das größte Auf und Ab verzeichneten die Auslandsbanken: Einem Plus bei Maschinenbau/Auto und dem Handel standen rückläufige Kredite in der Landwirtschaft, bei Beteiligungsgesellschaften und den unternehmensnahen Dienstleistungen gegenüber.

### Andere Finanzierungsquellen

Nach zuletzt mehreren schwierigen Jahren lief es bei **Commercial Paper** von Nichtbanken zumindest zum Jahresbeginn wieder besser. Die Nettoemission lag bei EUR 2,1 Mrd., was aber lediglich den Rückgang des Vorquartals wettmachte und insofern noch keine Trendwende darstellt.

„Halb voll“ war das Glas auch bei **Unternehmensanleihen**. Sie verbuchten von Januar bis März unter dem Strich eine Nettoemission von EUR 2,7 Mrd., was nach der Dürre im zweiten Halbjahr 2024 eine Belebung war, im historischen Vergleich allerdings ein recht dürrtiger Jahresstart. Ähnlich sah es im Euroraum als Ganzes aus, wo im gleichen Zeitraum nur EUR 5,6 Mrd. zusammenkamen, was hier jedoch eine Abkühlung bedeutete. Vermutlich hat dazu beigetragen, dass die Renditen am Anleihemarkt vielfach noch nicht nennenswert nachgegeben haben, den deutlichen Leitzinssenkungen der EZB in den letzten Monaten zum Trotz. Gleichzeitig baute die Notenbank weitere EUR 13 Mrd. (der bisherige Höchstwert in einem Quartal) an von ihr gehaltenen Unternehmenspapieren ab und reduzierte somit ihren Bestand auf EUR 321 Mrd.

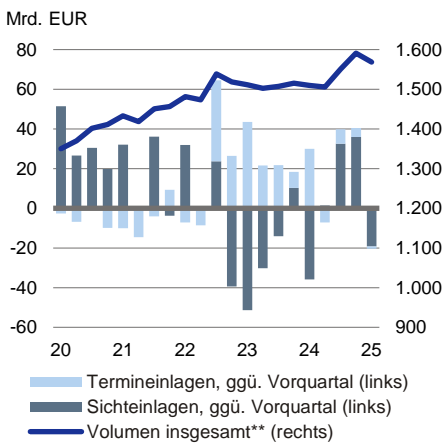
Während sich das **Leasing** lange Zeit relativ immun gegen das insgesamt maue Finanzierungsumfeld gezeigt hatte, konnte es sich dem Gegenwind in Q1 nicht mehr entziehen. Die neu abgeschlossenen Verträge gingen um 8,6% ggü. Vorjahr auf EUR 12,5 Mrd. zurück. Entgegen dem breit angelegten Abwärtstrend steigerten sich bloß die eher volatilen Luft- & Schienenfahrzeuge und das kleine Segment der Medizintechnik.



## Kreditgeschäft und Konjunktur in Q1 2025: Der Wendepunkt?

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen\*

9



\* einschließlich sonstiger Finanzinstitute  
\*\* Enthält statistische Umklassifizierungen in Q3 20, Q3 & Q4 22, Q3 & Q4 23, Q2 & Q3 24 und Q1 25.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unverändert unterkühlt bleibt die Lage am Markt für **Aktienemissionen**, trotz weiter steigender Kurse. Weder gab es zum Jahresauftakt einen Börsengang, noch eine nennenswerte Kapitalerhöhung, so dass sich das Gesamtvolumen auf magerer EUR 334 Mio. belief, den niedrigsten Wert seit 2019.

### Einlagenvolumen

Nach dem kräftigen Wachstum der Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen in H2 2024 ließ die Dynamik in den ersten drei Monaten dieses Jahres spürbar nach. Eine Gegenbewegung gab es v.a. bei Sichteinlagen (EUR -19 Mrd.), aber auch die Termineinlagen waren leicht rückläufig (EUR -1,3 Mrd.). Auf Jahressicht nahm das Einlagenplus damit auf 3,6% ab, wozu evtl. die sinkende Verzinsung und etwas höhere Investitionen der Firmen beigetragen haben (s. unten bzw. Teil 2).

### Ergebnisse des Bank Lending Surveys der EZB

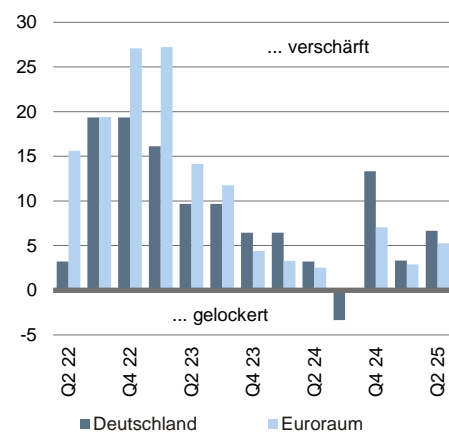
Die Befragung der Banken fand kurz vor der Bekanntgabe der beträchtlichen Zollerhöhungen durch die US-Regierung statt, so dass die Ergebnisse die dadurch erneut verschlechterten Geschäftsperspektiven insbesondere für exportorientierte deutsche Firmen noch nicht widerspiegeln. Trotzdem geben sie nützliche Aufschlüsse über das aktuelle Finanzierungsumfeld hierzulande. Die generellen **Kreditstandards** blieben in Q1 nahezu stabil. Die Banken sind jedoch weiterhin besorgt mit Blick auf die konjunkturelle Situation und die Risiken in bestimmten einzelnen Branchen. Netto 10% der Institute verschärfen daher die konkreten Konditionen für tatsächlich ausgereichte Kredite ggü. Vorquartal. Darunter fiel auch eine moderate Ausweitung der Marge bei Krediten an große Unternehmen, während sich die Margen sonst kaum änderten. Umgekehrt legte der Anteil abgelehnter Kreditanträge nur bei KMU weiter zu, war allerdings zuletzt schon erheblich gestiegen. Im Euroraum insgesamt wurden die Kreditkonditionen im Gegensatz dazu von 10% der Banken gelockert.

Die **Kreditnachfrage** verlor im ersten Quartal nochmals an Schwung, so dass es über das gesamte Spektrum hinweg praktisch keine Zuwächse mehr gab. In der EWU als Ganzes sah es nicht besser aus.

Für das **laufende Quartal** sind die Prognosen aus dem BLS möglicherweise zu optimistisch, angesichts der Handelsstreitigkeiten mit den USA und der dadurch bedingten großen Unsicherheit. Schon vor der Eskalation im April waren 7% der Banken in Deutschland von einer Verschärfung ihrer Kreditstandards ausgegangen, immerhin 13% jedoch auch von einer höheren Nachfrage der Kunden. So zuversichtlich waren die Euroland-Banken nicht gewesen. Zumindest in Deutschland sollte es aber demnächst helfen, wenn die neue Bundesregierung ihre geplanten Entlastungen für Firmen und die verstärkten Infrastrukturinvestitionen auf den Weg bringt.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10

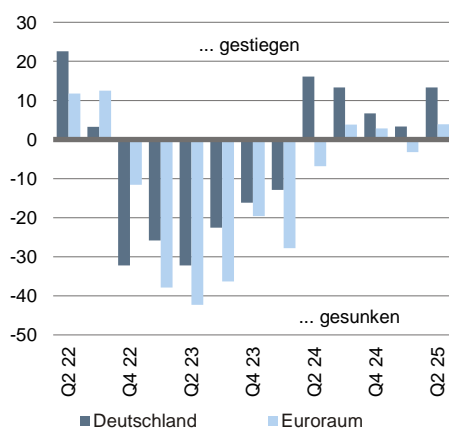


\* Q2 25 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

11



\* Q2 25 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

### Zinssätze

Bemerkenswert ist, wie unterschiedlich die Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** auf die graduelle Lockerung der EZB-Geldpolitik reagieren. Von Dezember bis März gingen die Zinsen für Kredite an Kapitalgesellschaften unabhängig von der Kredithöhe signifikant zurück, um rund 0,5 %-Punkte, während sie bei Krediten an Selbstständige und Personengesellschaften stabil blieben. Ähnlich sah es nach Zinsbindungsfristen aus: Variabel verzinsten Darlehen verbilligten sich spürbar (-0,7 %-Punkte), andererseits ging es bei Krediten mit längerer Zinsbindung (> 1 Jahr) sogar um 0,2 %-Punkte aufwärts. Das dürfte auch an schwankenden Kapitalmarktzinsen und sich ändernden Risikoprämien liegen. Gerade die Kosten für langfristige Festzinskredite sind in den letzten 12 Monaten kaum gesunken.

Dagegen waren die **Einlagenzinsen** unisono rückläufig, wenn auch für Termingelder wesentlich mehr als für Sichteinlagen (-0,5 bzw. -0,1 %-Punkte).

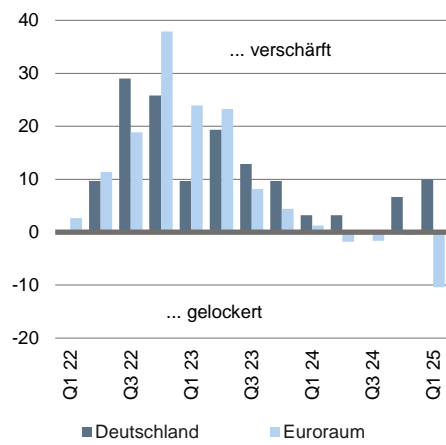
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



## Kreditgeschäft und Konjunktur in Q1 2025: Der Wendepunkt?

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

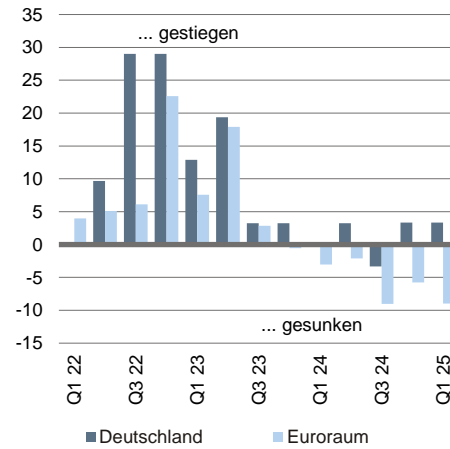
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

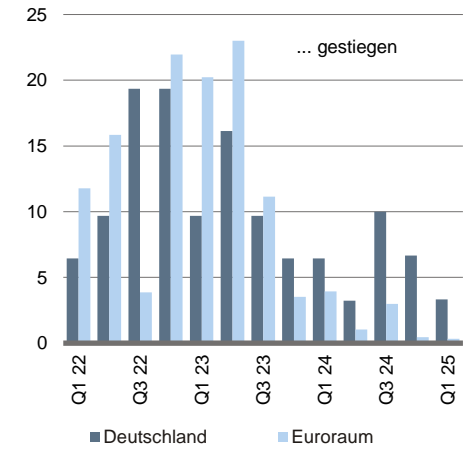
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

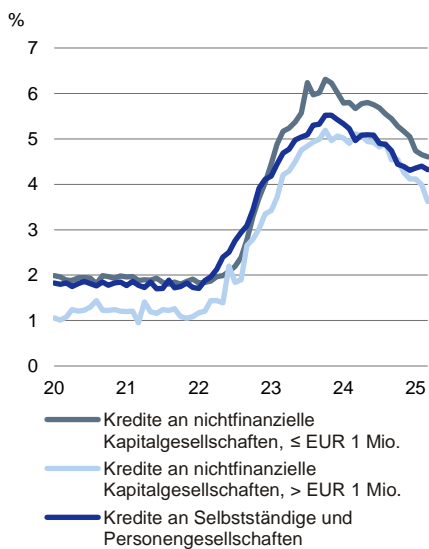
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

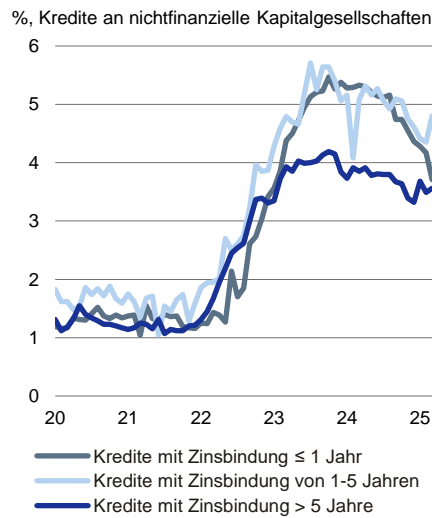
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

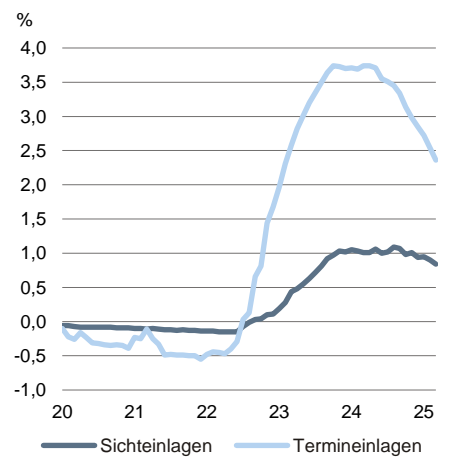
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



## Kreditgeschäft und Konjunktur in Q1 2025: Der Wendepunkt?

Deutschland: Konjunkturprognose

18

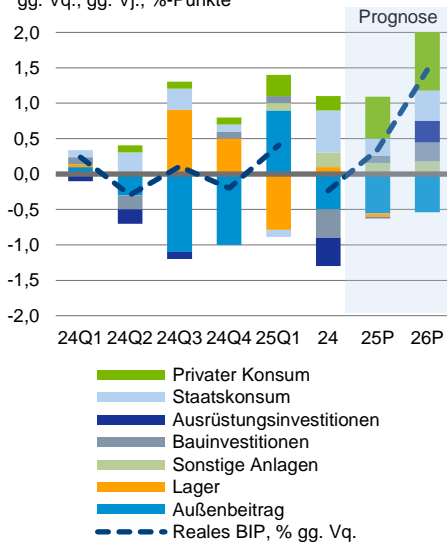
% ggü. Vj.	2024	2025P	2026P
Reales BIP	-0,2	0,3	1,5
Privater Konsum	0,2	1,1	1,6
Staatsausgaben	3,2	1,0	1,9
Anlageinvestitionen	-2,7	1,2	3,7
Ausrüstungen	-5,4	-0,2	4,9
Bau	-3,2	1,1	2,9
Lager, %-Punkte	0,1	-0,1	0,0
Exporte	-1,8	0,2	1,4
Importe	-0,7	1,7	3,0
Nettoexport, %-Punkte	-0,5	-0,6	-0,5
VPI (nat. Def.)	2,3	2,2	1,8
VPI Kernrate	3,1	2,7	2,2
Staatsverschuldung, % BIP	62,5	63,7	64,2
Arbeitslosenquote, %	6,0	6,3	6,3
Industrieproduktion	-4,8	-1,5	1,0
Budgetsaldo, % BIP	-2,7	-2,7	-3,4

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Deutsches BIP & Komponenten: Konjunktur überraschend kräftig in Q1

19

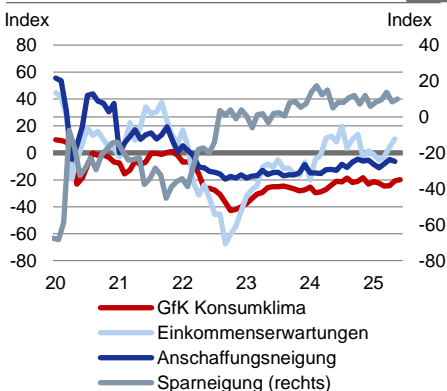
Wachstumsbeiträge zum realen BIP-Wachstum,  
gg. Vq., gg. Vj., %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Konsumklima erholt sich langsam

20



Quelle: GfK

## Deutsche Konjunktur mit Rückenwind ins Frühjahr

- In Q1 expandierte die deutsche Wirtschaft überraschend kräftig, getrieben von florierenden Exporten, einer Belebung des privaten Verbrauchs und von Impulsen der Bruttoanlageinvestitionen. Umfrageindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Erholung in Q2 weiter fortsetzt. Unter Voraussetzung eines baldigen handelspolitischen Kompromisses zwischen den USA und der dürfte die deutsche Wirtschaft in 2025 nun wieder leicht wachsen.
- Während die handelspolitische Unsicherheit noch über die Sommermonate anhalten dürfte, könnte aber spätestens zum Jahresende die Aussicht auf die expansive Finanzpolitik die Oberhand gewinnen. Wenn die absehbaren staatlichen Unterstützungsmaßnahmen, flankiert von Strukturreformen, ihre Wirkung entfalten, könnte das deutsche Wirtschaftswachstum in 2026 und 2027 auf 1,5% und 2,0% anziehen.

Mit den tiefergegliederten Daten zum Bruttoinlandsprodukt in Q1 wurde die Wachstumsrate auf 0,4% ggü. Vq. nach oben revidiert von zuvor 0,2%. Im Vorfeld der Anfang Q2 erwarteten deutlichen Anhebung der US-Importzölle kam es zu kräftigen Vorzieheffekten im Außenhandel, aber auch aus der Binnenwirtschaft gab es Wachstumsimpulse. Die für Q2 bereits verfügbaren Umfrageindikatoren signalisieren, dass sich die Erholung trotz der handelspolitischen Unsicherheit fortgesetzt hat. Dafür spricht auch die zwischenzeitliche Aussetzung der reziproken US-Zölle auf Einfuhren aus der EU. Für die Vorratsveränderungen ist in Q2 eine positive Gegenbewegung nicht auszuschließen, nachdem sie das Wachstum in Q1 um -0,9 %-Punkte gedämpft hatten. Unter der Annahme, dass es in der zweiten Jahreshälfte zu einem Kompromiss im Handelskonflikt zwischen den USA und der EU kommt, erwarten wir für die deutsche Wirtschaft in 2025 weiterhin ein Wachstum von 0,3%.

Zunächst dürfte die erhöhte Unsicherheitswahrnehmung noch anhalten, aber spätestens zum Jahresende könnte dann die Aussicht auf die expansive Finanzpolitik die Oberhand gewinnen. Der Kabinettsbeschluss vom 4. Juni zu Steuererleichterungen für Unternehmen und anderen Investitionsanreizen war ein wichtiger Schritt, der zu allererst auch für Planungssicherheit sorgt. Wenn diese und andere absehbare staatliche Maßnahmen, flankiert von Strukturreformen, ihre Wirkung entfalten, könnte die Binnenwirtschaft kräftig anziehen. In den Jahren 2026 und 2027 erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 1,5% und 2,0%.

## Privater Verbrauch startet robust ins Jahr

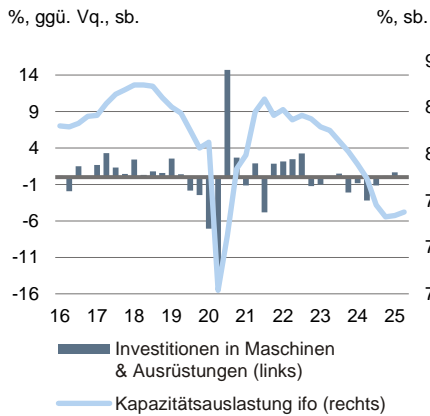
Die privaten Konsumausgaben expandierten in Q1 mit 0,5% ggü Vq. überraschend robust, angesichts der gleichzeitigen Eintrübung des GfK-Konsumklimas. Damit gewann deren zuvor langsame Erholung etwas mehr Schwung. Demgegenüber schwächte sich die saisonbereinigte Sparquote auf 10,4% ab und lag damit unter ihrem langjährigen Mittelwert von 11%. Die für das zweite Quartal bereits verfügbaren Konsumklima-indikatoren haben sich nun aufgehellt und lassen zusammen mit der Abschwächung der Verbraucherpreis-inflation und dem vorerst noch soliden Tariflohnwachstum in Q2 eine fortgesetzte Erholung des privaten Verbrauchs erwarten. Ein nennenswertes Abwärtsrisiko bleibt allerdings die zunächst noch weiter anhaltende Abkühlung des Arbeitsmarktes, die Vorsichtssparmotive wieder bestärken könnte. Die schnelle Umsetzung entlastender Maßnahmen der neuen Bundesregierung dürfte hingegen die Kauflaune heben. Im Jahresdurchschnitt 2025 erwarten wir ein Wachstum des privaten Verbrauchs um 1,1%, nach nahezu einer Stagnation im Vorjahr.



## Kreditgeschäft und Konjunktur in Q1 2025: Der Wendepunkt?

### Bau- und Ausrüstungsinvestitionen in Q1 staatlich getrieben

#### Kapazitätsauslastung hat sich stabilisiert 21



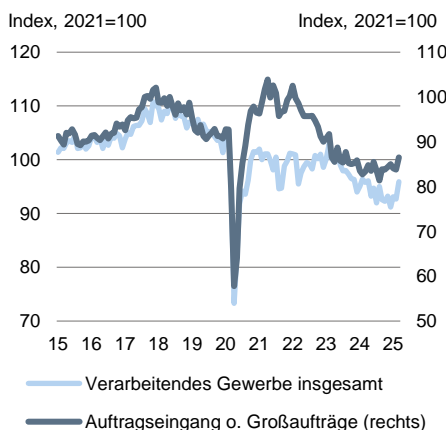
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Im ersten Quartal 2025 legten die Bruttoanlageinvestitionen um 0,9% ggü. Vq. zu nach 0,5% im Schlussquartal 2024. Am aktuellen Rand wurden die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen hauptsächlich von staatlicher Nachfrage getrieben, während bei den Sonstigen Anlagen nur der nichtstaatliche Bereich expandierte.

Die Bauinvestitionen konnten in Q1 leicht um 0,5% ggü. Vq. zulegen. Für positive Impulse sorgten sowohl der staatliche als auch der nichtstaatliche Wohnungsbau sowie die staatlichen Investitionen in Nichtwohnbauten. Vor allem Letztere dürften in den kommenden 24 Monaten von der nun deutlich expansiveren Fiskalpolitik profitieren.

Für den Aufwuchs der Ausrüstungsinvestitionen von 0,7% ggü. Vq. waren in Q1 die mit +9,8% erneut sehr kräftigen staatlichen Ausgaben entscheidend, die vor allem auf Fahrzeuge entfielen. Dagegen verzeichnete der nichtstaatliche Bereich einen leichten Rückgang von -0,5%. Dämpfend dürften sich unter anderem die in Q1 sehr hohe Wahrnehmung wirtschaftspolitischer Unsicherheit gepaart mit einer schwachen Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe von nur rund 77% ausgewirkt haben. In der zweiten Jahreshälfte dürften die privaten Ausrüstungsinvestitionen dann stärkeren Rückenwind bekommen, da sich insbesondere die Umsetzung des von der Regierung geplanten „Investitions-Booster“ konkretisiert. Der entsprechende Kabinettsentwurf hat den zeitlichen Rahmen bereits abgesteckt, auch wenn die Verabschiedung durch Bundesrat und Bundestag möglicherweise erst nach der parlamentarischen Sommerpause erfolgt. Die Sonstigen Anlagen expandierten Jahresbeginn um 2,0% ggü. Vq. Wenngleich dieser Bereich nur rund 19% der gesamten Bruttoanlageinvestitionen ausmacht, handelt es sich doch um wichtige Ausgaben für geistiges Eigentum, wie z.B. Software oder Forschung.

#### Industrieproduktion profitiert in Q1 von Vorzieheffekten im Außenhandel 22



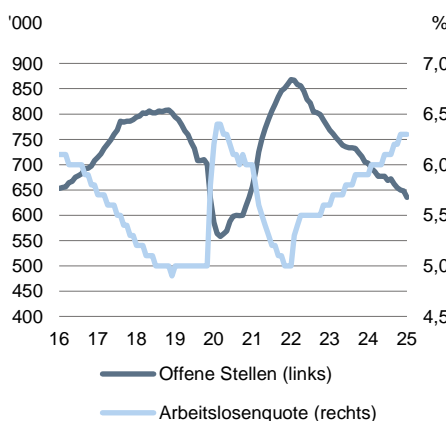
Quelle: Statistisches Bundesamt

### Industrieproduktion im Vorfeld drohender Zölle dynamisch

In Erwartung deutlich höherer US-Importzölle hatten die deutschen Exporte in Q1 spürbar an Schwung gewonnen. Im Zuge dessen legte auch die Produktion im Verarbeitenden um 1,8% ggü. Vq. zu. Damit war der negative statistische Überhang aus dem Vorjahr nahezu ausgeglichen. Vor dem Hintergrund der bis in Q2 hinein ausgesetzten Zollanhebungen könnte das Produktionsniveau im laufenden Quartal zumindest stabil bleiben, auch wenn nach den starken März-Daten für April ein Rückprall verzeichnet wird. Optimistisch stimmen auch die Erwartungskomponenten im Einkaufsmanagerindex und im ifo-Geschäftsklima für das Verarbeitende Gewerbe sowie die Stabilisierung in der Kapazitätsauslastung. Im weiteren Jahresverlauf und darüber hinaus könnten die staatlichen Entlastungsmaßnahmen und Investitionsanreize für eine zusätzliche Belegung sorgen und so die immer noch vorhandenen strukturellen Gegenwinde dämpfen. Da aber zur Zeit noch unklar ist, wie sich insbesondere die Handelspolitik zwischen den USA und der EU im laufenden Jahr weiterentwickelt, lassen wir unsere Jahresprognose von -1,5% für die Industrieproduktion in 2025 vorerst unverändert, trotz der zuvor genannten Aufwärtsrisiken.

### Arbeitsmarkt bleibt im Frühjahr noch ohne Schwung

#### Arbeitsmarkt weiter ohne Schwung 23



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

In Q1 ging die kalender- und saisonbereinigte Erwerbstätigenzahl minimal zurück auf 46,04 Millionen. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung konnte hingegen im Vorquartalsvergleich noch einmal geringfügig zulegen und erreichte mit 34,97 Millionen ein neues Allzeithoch. Mit Blick auf die Arbeitslosigkeit fiel die ansonsten übliche Frühjahrsbelegung bislang schwach aus.

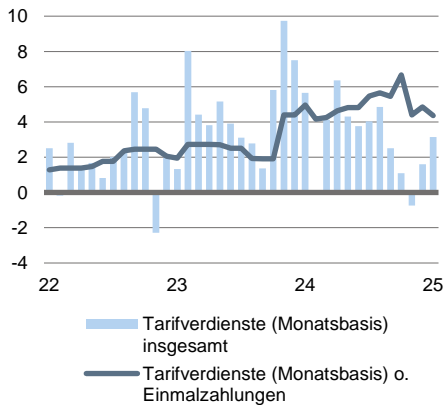


## Kreditgeschäft und Konjunktur in Q1 2025: Der Wendepunkt?

Kalender und saisonbereinigt hat die Arbeitslosenzahl von März bis Mai sogar um rund 67.000 Personen zugenommen auf zuletzt 2,96 Millionen, was einer Quote von 6,3% entspricht. Die Arbeitsmarktfrühindikatoren von IAB und ifo-Institut haben sich im Mai erneut leicht aufgehellt und signalisieren damit für die nächsten Monate zumindest eine Stabilisierung aber noch keine deutliche Trendwende. Aufgrund der schwachen ersten fünf Monate dürfte die jahresdurchschnittliche Arbeitslosenquote in 2025 wohl auf 6,3% steigen, nach 6,0% im Vorjahr. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung wird wahrscheinlich erst 2026 wieder leicht anziehen, nach einer Stagnation in 2025.

### Lohnwachstum schwächt sich langsam ab 24

% ggü. Vj.

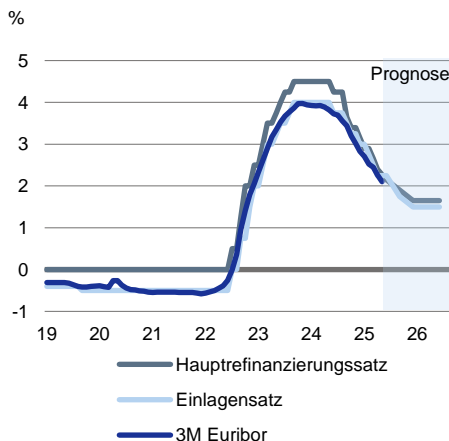


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Tariflohnwachstum von kräftigen Basiseffekten gedämpft

Das Wachstum der Tarifverdienste insgesamt dürfte sich in diesem Jahr spürbar abschwächen und im Jahresdurchschnitt bei 3,0% liegen, nach 6,1% in 2024. Zum einen kommt im Vorjahresvergleich ein negativer Basiseffekt zum Tragen, verursacht von der Ende 2024 ausgelaufenen Maßnahme für steuer- und abgabenbefreiten Inflationsausgleichsprämien. Zum anderen dürften die mit den wirtschaftlichen Gegenwinden einhergehende Abkühlung des Arbeitsmarktes und das Nachlassen der Verbrauchpreisinflation das Lohnwachstum dämpfen. Für die meisten der rund 7,5 Millionen Beschäftigten, für die in diesem Jahr neue Tarifverträge ausgehandelt werden, wurden bereits Abschlüsse erreicht. Zu den Bereichen mit mehr als 100.000 Beschäftigten, in denen in 2025 noch Verhandlungen anstehen, zählen in Q4 der Öffentliche Dienst der Länder (o. Hessen), die Zeitarbeit (GVP) und die Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie.

### EZB Leitzinsen und Prognose 25



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

### EZB schreitet vorsichtig voran

Nach der erneuten und erwartungsgemäßen Leitzinssenkung um 25 Basispunkte (Bp.) im Juni liegt der Einlagensatz der EZB bei 2,00%. Während die Verbraucherpreisinflation die Zielmarke von 2,0% bereits im Mai leicht unterschritten hat, dürfte die EZB dennoch abwarten, wie sich das makroökonomische Umfeld entwickelt, vor allem mit Blick auf die Auswirkungen der US-Handelspolitik. Im September könnte dann die nächste Zinssenkung um 25 Bp. folgen. Der Einlagensatz würde dann mit 1,75% am unteren Rand des von der EZB als „Neutral“ erachteten Zinsintervalls liegen. Es bleibt unsicher, ob bis Ende 2025 noch eine weitere Absenkung erfolgt, so wie wir es zur Zeit noch erwarten. Bei einer anhaltend robusten Konjunktur und vor dem Hintergrund des sich abzeichnenden Anstiegs der Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben wird die Hürde für eine Absenkung des Einlagensatzes auf 1,50% höher.

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.