



Leichte Rezession und Brems- spuren im Kreditgeschäft in Q1 2023

23. Juni 2023

Autoren

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

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

Editor

Stefan Schneider

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
Stefan Schneider

Unternehmensfinanzierung

Kreditvergabe normalisiert sich weiter. Das Kreditwachstum mit Unternehmen und Selbstständigen hat sich im ersten Quartal erneut verlangsamt (ausstehendes Volumen: +0,6% bzw. EUR +9,1 Mrd. ggü. Dezember). Gegenüber Vorjahr liegt das Plus aber immer noch bei 6,4%, von einem Einbruch kann keine Rede sein. Die Abkühlung zog sich durch alle Wirtschaftsbereiche und betraf vor allem kurzfristige Darlehen. Ursachen sind sowohl eine sinkende Kreditnachfrage der Kunden als auch moderat strikere Kreditvergabestandards der Banken. Auslandsbanken und Förderbanken hängen die übrigen Bankengruppen unverändert deutlich ab. Die Zinsen sind auf ein langfristig durchschnittliches Niveau gestiegen, jedoch haben die Banken die Zinserhöhungen der EZB (noch) nicht vollständig an die Unternehmen weitergegeben. Auch die Einlagen expandieren nicht mehr so stark wie zuvor – nur noch um 2,4% ggü. Vorjahr. Zudem findet eine kräftige Substitution von Sichteinlagen durch Termingelder statt.

Schwacher Jahresauftakt für Finanzierungsalternativen. Das schwierige Umfeld für die meisten anderen Finanzierungsquellen hat sich fortgesetzt. Besorgniserregend ist insbesondere das Austrocknen des Marktes für Unternehmensanleihen, die in Q1 lediglich stagnierten. Auch am Aktienmarkt gab es nur eine einzige größere Kapitalerhöhung. Commercial Paper wurden sogar mehr zurückgezahlt als neu emittiert. Bloß das Leasing entwickelte sich weiter günstig.

Konjunktur

Zähe Erholung nach leichter Rezession im Winterhalbjahr. Mit der Abwärtsrevision der BIP-Wachstumsrate für Q1 rutschte die deutsche Wirtschaft in eine Rezession. Privater und staatlicher Konsum schrumpften spürbar, während sich die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen überraschend kräftig zeigten. Auch vom Außenhandel kamen Impulse.

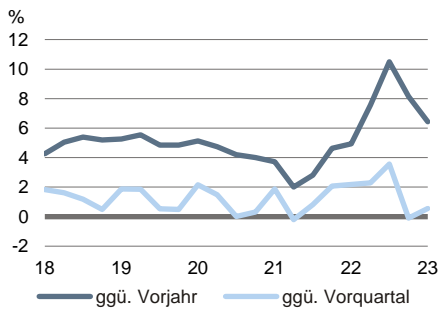
Wachstumsprognose für 2023 abgesenkt, nur mäßige Erholung erwartet. Nach dem schwachen Jahresauftakt erwarten wir nun, dass die deutsche Wirtschaftsleistung im Gesamtjahr 2023 um 0,3% schrumpfen wird. Der private Verbrauch könnte im Sommer eine gewisse Aufholbewegung zeigen, wenn die Inflation zurückgeht und die vereinbarten Lohnerhöhungen wirksam werden. Die gesamtwirtschaftliche Erholung dürfte aber schwach ausfallen.



Leichte Rezession und Bremsspur im Kreditgeschäft in Q1 2023

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

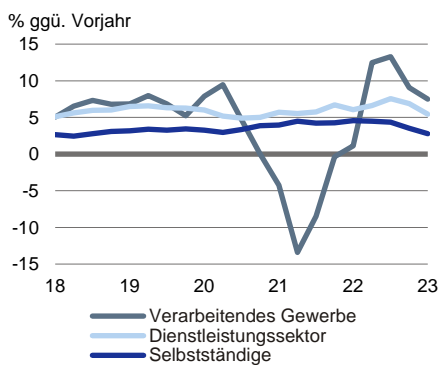
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen hat sich zu Jahresbeginn weiter normalisiert, d.h. abgekühlt. Von Dezember bis März gab es nur ein Plus von EUR 9,1 Mrd. bzw. 0,6% – und das im üblicherweise stärksten Quartal des Jahres. Andererseits war die Dynamik im letzten Jahr so hoch gewesen, dass selbst mit diesem eher dürftigen Ergebnis der 12-Monats-Vergleich immer noch bei beträchtlichen +6,4% liegt. Die Faktoren, die zwischenzeitlich zum Rekordwachstum geführt hatten – Inflation & Working-Capital-Bedarf, Rezessionsängste und Notfallkredite an Energieunternehmen – haben allesamt mittlerweile deutlich nachgelassen. Gleichzeitig sprechen mikro- wie makroökonomische Gründe dafür, dass sich die Kreditvergabe weiter verlangsamen dürfte. Die erheblich gestiegenen Zinsen dämpfen die Nachfrage und die Banken haben die Kreditstandards nennenswert verschärft und somit das Kreditangebot verknappt. Zudem läßt das gesamtwirtschaftliche Umfeld nicht zu großem Optimismus ein. Deutschland ist zuletzt in eine technische Rezession gerutscht und das BIP dürfte auch im Gesamtjahr 2023 leicht im Minus liegen (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

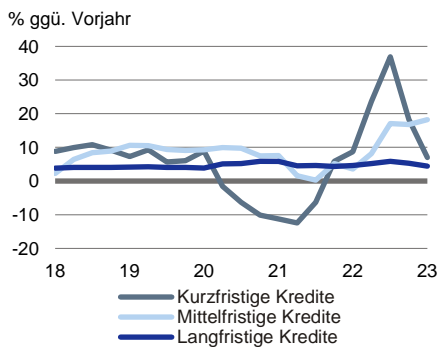


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Eurogebiet** sah es in Q1 sehr ähnlich aus, nur bei etwas gemäßigteren Wachstumsraten. Die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen stiegen lediglich um EUR 16 Mrd. bzw. 0,3% und liegen damit um 4,4% über dem Vorjahresniveau. Allerdings gab es auch hier, wie in Deutschland, keinen Einbruch im Kreditgeschäft, sondern bloß eine weitgehende Stagnation im Winterhalbjahr, nach einer starken Expansion in den Monaten zuvor. Einen wesentlichen Unterschied gibt es aber dann doch: In Deutschland hatte das Kreditvergabemtempo bereits seit 2017 merklich angezogen und mit kumuliert 41% (u.a. ein Aufholeffekt nach Jahren des Hinterherhinkens, außerdem größere Betroffenheit von der Energiekrise 2022) das nominale BIP-Wachstum (23%) unter dem Strich weit hinter sich gelassen. In der EWU dagegen war im gleichen Zeitraum das Plus beim Kreditvolumen (19%) geringer als bei der Wirtschaftsleistung (ebenfalls 23%) – hier nahm die Finanzierung über den Anleihemarkt stärker zu.

... nach Fristigkeit*

3

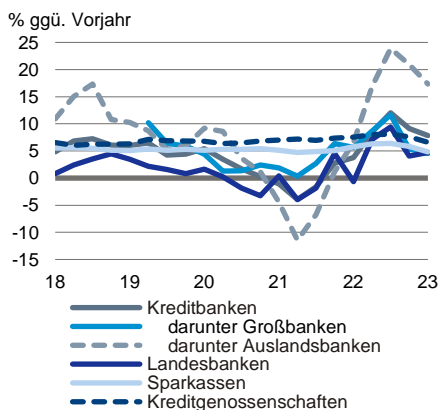


* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Mit Blick auf einzelne **Branchen** in Deutschland war die Verlangsamung der Kreditvergabe breit angelegt. Die Ausleihungen an den Dienstleistungssektor lagen Ende März noch 5,5% über Vorjahr, jene an das Verarbeitende Gewerbe immer noch kräftige 7,5%. Bei den Selbstständigen, die ohnehin meist eine niedrigere Dynamik aufweisen, ging der Anstieg auf nur noch 2,8% zurück.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den verschiedenen Industriebranchen erwischte die Chemie einen guten Jahresauftakt (Kreditbestand EUR +1,4 Mrd. ggü. Vorquartal), daneben lief es auch in der Elektrotechnik (EUR +0,5 Mrd.) und der Ernährung (EUR +0,4 Mrd.) recht ordentlich. Den größten Rückgang mussten Gummi/Kunststoffe hinnehmen (EUR -0,2 Mrd.).

Im Dienstleistungsbereich verzeichneten viele der bisherigen Wachstumsträger in Q1 ein deutlich gedämpftes Netto-Kreditneugeschäft, so die Wohnungsunternehmen (EUR +2,3 Mrd.) und Telekom/Beratung/Werbung, d.h. die unternehmensnahen Dienstleistungen (EUR +1,1 Mrd.). Für Erstere war es das schwächste Vierteljahr seit 2017. Die (zugegebenermaßen volatileren) Beteiligungsgesellschaften rutschten sogar ins Minus (EUR -1,2 Mrd.). Dagegen schlägt sich die aktuell kontroverse Diskussion um Commercial Real Estate bislang nicht in den Zahlen der Gewerbeimmobilienfirmen nieder (EUR +2,1 Mrd.).

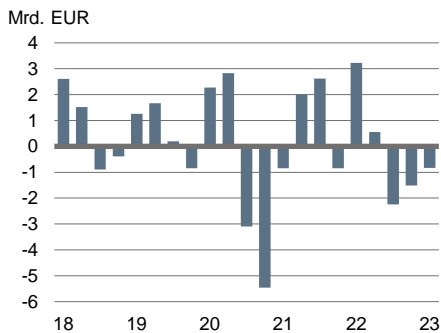
In den sonstigen Branchen lief es beim Bau (EUR +2,1 Mrd.) und Handel (EUR +2,6 Mrd.) weiterhin relativ rund, während es bei Versorgern/Bergbau und der Landwirtschaft wenig Bewegung gab. Im Verkehr, der auch den Energietransport einschließt, wurde wahrscheinlich ein Teil der Monate zuvor aufgenommenen Notkredite an die staatlichen Förderbanken zurückgezahlt (EUR -2,1 Mrd.).



Leichte Rezession und Bremsspur im Kreditgeschäft in Q1 2023

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



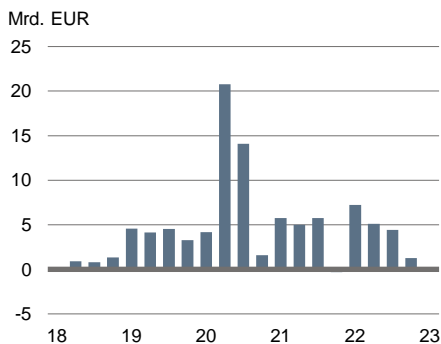
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter dem Strich steht gegenwärtig auf Jahresbasis bei 22 Einzelbranchen nur in zwei Fällen – Gummi/Kunststoffe und Landwirtschaft – ein schrumpfendes Kreditbuch zu Buche (und diese beiden machen nicht mehr als 3,9% des gesamten Kreditvolumens aus). Selbst ohne den Effekt des außergewöhnlich starken dritten Quartals auf die Jahresrate, nur bei Betrachtung der letzten drei Monate, legten die ausstehenden Darlehen in den meisten Wirtschaftszweigen erneut zu, allen Widrigkeiten zum Trotz.

Hinsichtlich der unterschiedlichen **Fristigkeiten** zeigt sich die anhaltende Normalisierung vor allem im Rückgang des Wachstums der kurzfristigen Kredite (Laufzeit < 1 Jahr) auf nur noch 7% ggü. Vorjahr, nachdem diese im Herbst aufgrund der Notfallkredite im Energiesektor noch mehr als 30% im Plus gelegen hatten. Unverändert sehr dynamisch expandieren die mittleren Laufzeiten, die sogar ein neues Allzeithoch von +18% erreichten. Langfristige Kredite (Laufzeit > 5 Jahre) verloren an Schwung (+4,4%).

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6



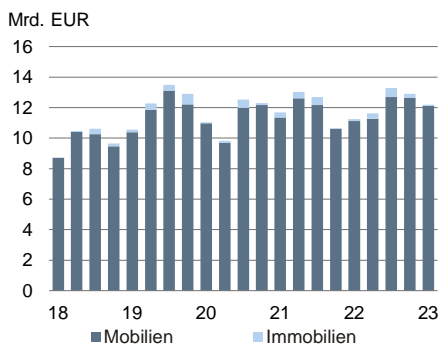
Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Die meisten **Bankengruppen** verzeichnen weiterhin ein moderates bis robustes Kreditwachstum, Ausnahmen sind die Auslandsbanken und die Förderbanken (einschl. DZ Bank) mit einem Anstieg um 17% bzw. 14% ggü. Vorjahr. Dahinter folgen mit deutlichem Abstand die Genossenschaftsbanken (+6,6%), während Großbanken (+4,6%), Landesbanken (+4,7%) und Sparkassen (+4,8%) de facto als Trio das Schlusslicht bilden. Zumindest die Förderbanken könnten sich jedoch bald wieder in den „Club“ einreihen, da insbesondere sie vom Kreditboom in Q3 profitiert hatten, aber am aktuellen Rand Rückgänge verbuchen.

In Q1 gab es unter der Oberfläche teilweise erhebliche Verschiebungen zwischen den Bankengruppen: So wurden offensichtlich von den Versorgern/Bergbau beträchtliche Hilfskredite der Förderbanken durch reguläre Kredite der Großbanken und Sparkassen ersetzt. Ähnlich lief es bei den Beteiligungsgesellschaften, wo größere Kredite der Förderbanken (aber nicht 1:1) durch solche der Landesbanken, Sparkassen und Auslandsbanken ersetzt wurden. Darüber hinaus schnitten die Sparkassen in den immobiliennahen Branchen gut ab (Bau, Wohnungsunternehmen und Gewerbeimmobilien), ebenso wie die Kreditgenossenschaften (bis auf die Gewerbeimmobilien). In beiden Fällen fiel die Zunahme allerdings weniger kräftig aus als 2022. Außerdem wurden, wie oben erwähnt, offenbar Notfallkredite der Förderbanken an den Verkehr zurückgezahlt, und die Auslandsbanken konnten weitere Marktanteile im Handel gewinnen.

Leasinggeschäft, Neuvolumen*

7



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

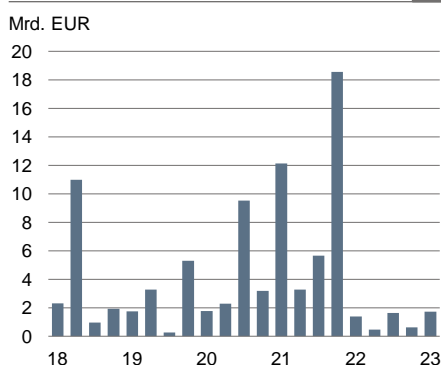
Andere Finanzierungsquellen

Commercial Paper von Nichtbanken erwischte einen schwachen Jahresstart, da der Markt im häufig stärksten Vierteljahr um EUR 836 Mio. schrumpfte.

Besorgniserregender als die Verlangsamung der Kreditvergabe ist der Einbruch bei der Emission von **Unternehmensanleihen**, die im Verlauf des Winterhalbjahres praktisch zum Stillstand gekommen ist – in Q1 stagnierte das ausstehende Volumen nur noch. Im Euroraum insgesamt sah es nicht besser aus; hier betrug die Nettoemission EUR 1,9 Mrd., verglichen mit in der Regel zweistelligen Werten davor. Nach dem Zinsanstieg und dem Wegfall der EZB als dem dominanten Käufer der letzten Jahre scheint die Suche nach einem neuen Gleichgewicht der Kräfte des „freien Marktes“ noch nicht abgeschlossen zu sein.

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im Gegensatz dazu kam das **Leasing** zwischen Januar und März, im normalerweise schwächsten Quartal, auf ein überzeugendes Ergebnis von EUR 12,2 Mrd. im Neugeschäft (+8½% ggü. Vorjahr). Dabei lief es im Pkw-Segment und bei der Büroelektronik rund, und sogar noch besser bei Lkw & Bussen. Lediglich der Bereich Maschinen enttäuschte.

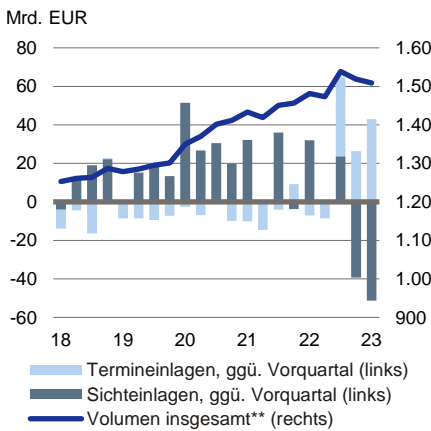
Wie schon 2022 blieb der Markt für **Aktienemissionen** auch Anfang 2023 fast ausgetrocknet. Dank einer größeren Kapitalerhöhung im Energiesektor kam insgesamt wenigstens noch ein Volumen von EUR 1,7 Mrd. zusammen.



Leichte Rezession und Bremsspur im Kreditgeschäft in Q1 2023

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



* einschließlich sonstiger Finanzinstitute
 ** Enthält statistische Umklassifizierungen in Q3 20, Q3 & Q4 22 sowie Q1 23.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Einlagenvolumen

Angesichts nachlassender akuter Sorgen der Unternehmen und Selbstständigen war das Einlagenvolumen in Q1 rückläufig. Das ist in den letzten Jahren aufgrund der zahlreichen Krisen (Corona, Ukraine-Krieg) nicht vorgekommen, historisch gesehen aber nicht ungewöhnlich. Im Vergleich zum Vorjahr reduzierte sich das Wachstum folglich deutlich, auf nur noch 2,4%. Bemerkenswert war vor allem die Fortsetzung eines jungen Trends der massiven Umschichtung aus Sichteinlagen (EUR -51 Mrd.) in Termineinlagen (EUR +43 Mrd.). Wegen der Zinsdifferenz dürfte sich daran so schnell auch nichts ändern (s. unten). Nach den Zuwächsen in den vergangenen drei Quartalen haben die lange unter Druck stehenden Termingelder – nominal – immerhin wieder das Niveau von 2018 erreicht.

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Die Banken haben die generellen **Kreditstandards** im letzten Quartal weiter moderat verschärft (berichtet von netto 16% der Institute). Das war minimal weniger als in den beiden Vorquartalen und betraf alle Kreditarten relativ gleichermaßen. Gemessen an der Tatsache, dass die Umfrage kurz nach den Bankenturbulenzen in den USA und der Schweiz durchgeführt wurde, fiel die Verschärfung ziemlich gering aus – in der Finanzkrise lag der Wert bei bis zu 50% und selbst damals kam es in Deutschland zu keiner echten Kreditklemme. Die Marge stieg ebenfalls moderat, sowohl bei durchschnittlichen als auch bei risikanteren Krediten. Der Anteil abgelehnter Kredite nahm im dritten Quartal in Folge nennenswert zu, wie netto 16% der Banken meldeten. Im Euroraum als Ganzes fiel die Verschärfung der Kreditstandards stärker aus.

Die nachlassende **Nachfrage** der Kunden dürfte allerdings einen mindestens so großen Einfluss auf die aktuell gebremste Kreditvergabe haben wie die größere Zurückhaltung der Banken. Das zweite Vierteljahr nacheinander registrierten die deutschen Banken (netto 26%) eine signifikante Verringerung gegenüber dem Vorquartal. Wie schon in Q4 lag das Minus hauptsächlich an den höheren Finanzierungskosten und einer gesunkenen Investitionsneigung. In der EWU war der Rückgang der Nachfrage noch ausgeprägter. Hier war es der kräftigste Einbruch in einem einzelnen Quartal seit der Finanzkrise, in Deutschland in Q4/Q1 zusammengenommen sogar seit 2005 – jedoch eben nur umfragebasiert und eine relative, keine absolute Veränderung.

Im **laufenden Quartal** erwarten die Banken in Deutschland eine erneute Verschärfung der Kreditstandards, ungefähr wie zu Jahresbeginn (13%), aber wenigstens eine weitgehend stabile Nachfragesituation. Bei Letzterem sind die Banken in Euroland pessimistischer.

Zinssätze

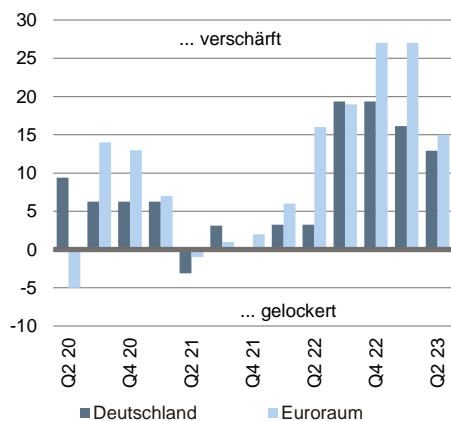
Die fortgesetzte Zinswende der EZB schlägt sich (auch nachfragebedingt) nicht mehr vollumfänglich im **Kredit-Neugeschäft** nieder, d.h. die Banken haben die Leitzinserhöhungen (jedenfalls bislang) nicht komplett an ihre Kunden weitergegeben. Bis einschließlich März hatte die Notenbank die Zinsen um 3,5 %-Punkte angehoben, die Kreditzinsen legten gleichzeitig nur um rund 3 %-Punkte zu. Mit etwa 4-5% liegen sie auf einem bis zur Finanzkrise „normalen“ Niveau, dabei gehen die Banken (wie der Finanzmarkt) von mittelfristig wieder sinkenden Zinsen aus, denn Kredite mit langen Zinsbindungsfristen (> 5 Jahre) sind spürbar günstiger als kürzere Zinsbindungen. Nachdem sie sich zwischenzeitlich angenähert hatten, übertreffen die Zinsen für kleinere Kredite an Kapitalgesellschaften (< EUR 1 Mio.) jene für große Kreditvolumina nun wieder um ca. 1 %-Punkt.

Zudem hält die Dichotomie zwischen **Termingeldern** (attraktiv verzinst mit 2,6%) und **Sichteinlagen** (0,4%) an, hat sich die Schere zuletzt sogar weiter geöffnet.

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

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

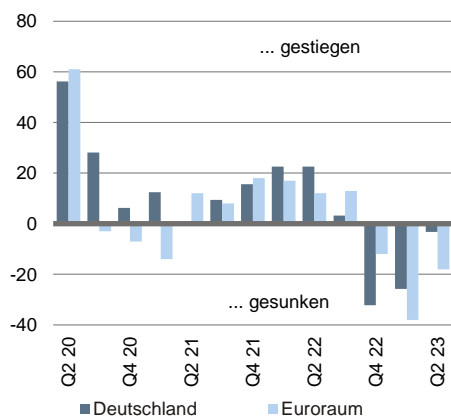


* Q2 23 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten*

11



* Q2 23 erwarteter Wert

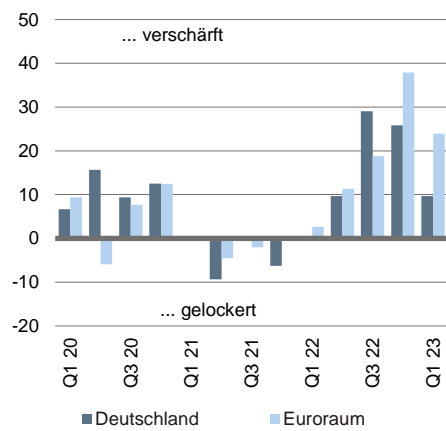
Quellen: Bundesbank, EZB



Leichte Rezession und Bremsspur im Kreditgeschäft in Q1 2023

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

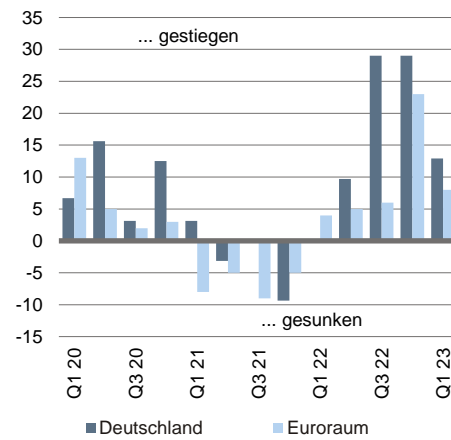
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

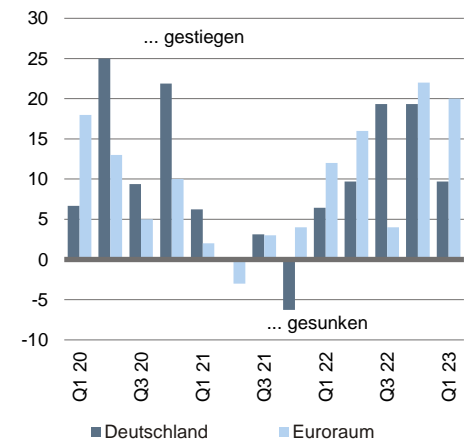
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

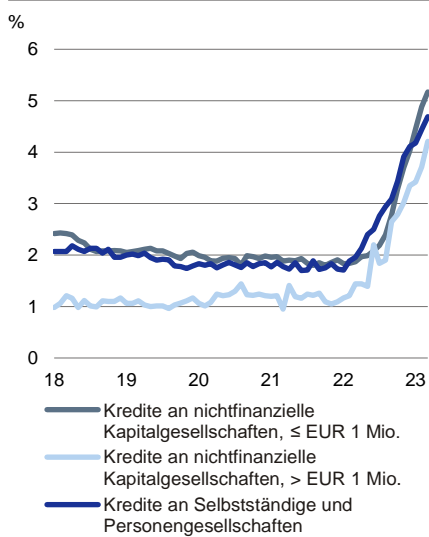
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

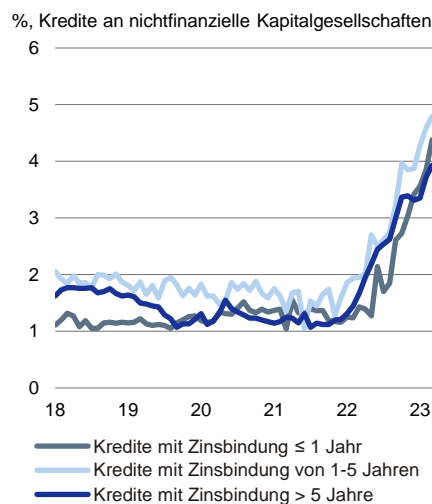
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

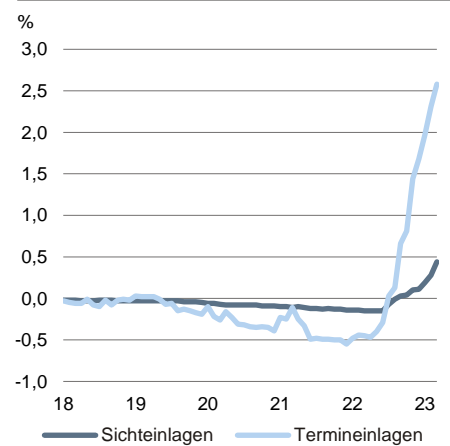
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



Leichte Rezession und Bremsspuren im Kreditgeschäft in Q1 2023

Deutschland: Konjunkturprognose

18

% ggü. Vj.	202	2023P	2024P
	2		
Reales BIP	1,8	-0,3	0,5
Privater Konsum	4,9	-0,6	1,6
Staatsausgaben	1,2	-2,5	2,5
Anlageinvestitionen	0,4	-1,2	-0,7
Ausrüstungen	3,3	2,1	0,4
Bau	-1,8	-4,3	-2,2
Lager, %-Punkte	0,4	0,2	-0,4
Exporte	3,4	1,1	2,3
Importe	6,9	0,1	3,3
Nettoexport, %-Punkte	-1,3	0,5	-0,3
VPI (nat. Def.)	6,9	6,1	2,3
Staatsverschuldung, % BIP	66,3	65,9	65,5
Arbeitslosenquote, %	5,3	5,6	5,4
Budgetsaldo, % BIP	-2,7	-2,1	-1,4

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Zähe Erholung nach Rezession im Winter

- Mit der Abwärtsrevision der BIP-Wachstumsrate für Q1 rutschte die deutsche Wirtschaft in eine Rezession. Privater und staatlicher Konsum schrumpften spürbar, während sich die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen überraschend kräftig zeigten. Auch vom Außenhandel kamen Impulse.
- Nach dem schwachen Jahresauftakt erwarten wir nun, dass die deutsche Wirtschaftsleistung im Gesamtjahr 2023 um 0,3% schrumpfen wird. Der private Verbrauch könnte im Sommer eine gewisse Aufholbewegung zeigen, wenn die Inflation zurückgeht und die vereinbarten Lohnerhöhungen wirksam werden. Die gesamtwirtschaftliche Erholung dürfte aber schwach ausfallen.

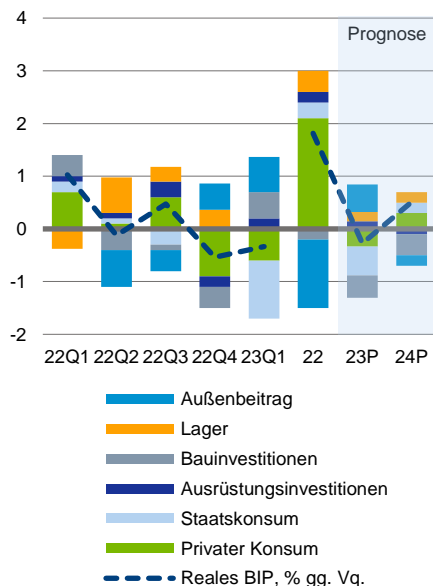
Tatsächlich eine nicht nur technische Rezession

Nun ist es amtlich, mit der Revision der BIP-Wachstumsrate für Q1 auf -0,3% ggü. Vj. (Erstmeldung: 0,0%) rutschte die deutsche Wirtschaft im Winter 2022/23 in eine Rezession. Im März bremsten unerwartet schwache harte Wirtschaftsdaten das Quartalswachstum. Zusammen mit der Schrumpfung um gut 0,5% in Q4 beträgt der Wachstumsrückgang nun knapp 0,9%. Vor allem der Kaufkraftverlust ließ den privaten Verbrauch zu Jahresbeginn erneut schrumpfen. Spürbar geringer fiel auch der staatliche Konsum aus (Q1: -4,9%), da insbesondere die Komponente des Individualkonsums (u.a. Gesundheitswesen, Transferleistungen der sozialen Sicherung) um 6,5% zurückgefahren wurde. Positive Impulse kamen in Q1 dagegen von den Investitionen und vom Außenhandel. Während die Exporte mit 0,4% ggü. Vj. leicht zulegten, gingen die Importe um 0,9% zurück, vor allem da weniger fossile Energieträger eingeführt wurden. Unter dem Strich lag der Außenbeitrag in Q1 bei +0,7 %-Punkten. Die Vorräte blieben unverändert.

Deutsches BIP und Komponenten: Privater Konsum in Q4 und Q1 ausgebremst

19

Wachstumsbeiträge zum realen BIP-Wachstum, ggü. Vj., ggü. Vj., %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Schwacher Jahresauftakt und wenig Erholungsaussichten ziehen Wachstumsprognosen für 2023 und 2024 nach unten

Nach den Revisionen der Quartalswachstumsraten und mit Blick auf die allgemeine Wirtschaftsentwicklung haben wir unsere BIP-Prognose für das laufende Jahr auf -0,3% abgesenkt (zuvor Stagnation). Da sich die deutsche Wirtschaftsleistung zum Ende von Q1 abschwächte, starten wichtige Kenngrößen (z.B. Einzelhandel, Industrieproduktion) mit einem statistischen Unterhang in das zweite Quartal. Angesichts dieser Hypothek und des zwar stabilen jedoch schwachen Konjunkturfeldes sind die Erholungsaussichten wenig vielversprechend. Da die Gesamtinflation aber weiter zurückgehen dürfte und bereits vereinbarte Lohnerhöhungen in größerer Breite wirksam werden, erwarten wir im Sommerhalbjahr eine gewisse Aufholbewegung beim privaten Verbrauch.

Hingegen dürften die positiven außenwirtschaftlichen Impulse nachlassen, vor allem, da Chinas Erholung eher binnenorientiert verläuft. Zudem könnte der dortige Aufschwung insgesamt schwächer ausfallen als zurzeit erwartet. Gegenwind bekommt die deutsche Konjunktur auch von der bisherigen und sicher noch anstehenden geldpolitischen Straffung der EZB.

Da die erwartete US-Rezession auch die Wirtschaftsdynamik diesseits des Atlantiks zum Jahresende und Anfang 2024 spürbar belasten dürfte, haben wir auch unsere BIP-Prognose für das kommende Jahr von 1,0% auf 0,5% gesenkt.

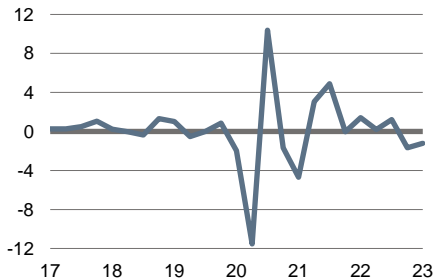


Leichte Rezession und Bremsspuren im Kreditgeschäft in Q1 2023

Kaufkraftverlust zieht privaten Verbrauch nach unten

20

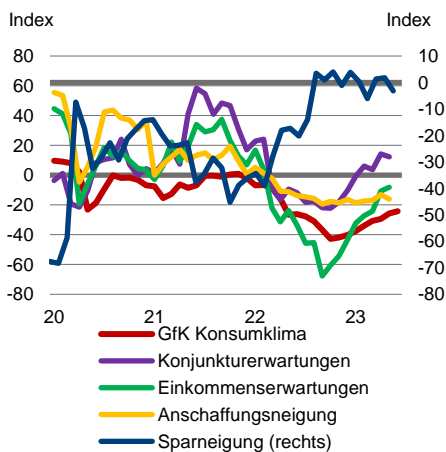
%, ggü. Vq., sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Konsumklima: Einkommenserwartungen stützen, Kaufneigung weiter schwach

21

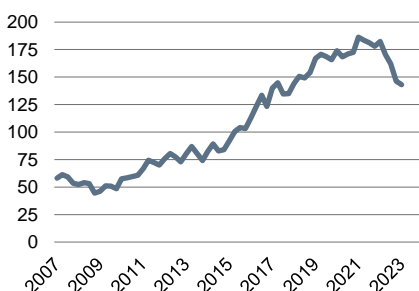


Quelle: GfK

Auftragsbestand im Wohnungsbau

22

Volumenindex, 2015 = 100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Privater Verbrauch schrumpft im Frühjahr erneut, mehr Schwung im Sommerhalbjahr erwartet

Angesichts der inflationsbedingten Kaufkraftverluste (VPI Q1: 8,2% ggü. Vj.) schrumpften die Konsumausgaben der privaten Haushalte zu Jahresbeginn erneut (Q1: -1,2% ggü. Vq., Q4: -1,7%). Die Kaufzurückhaltung dämpfte das BIP-Wachstum um 0,6 %-Punkte. Mit -6% (Q4: +5,7%) gingen die Ausgaben für Verkehr und Nachrichtenübermittlung im Vorquartalsvergleich besonders deutlich zurück. Hier dürfte sich vor allem der Wegfall von Kaufanreizen für Plug-in-Hybride bzw. die reduzierte Förderung von rein batterieelektrischen und Brennstoffzellenfahrzeugen ausgewirkt haben.

Im Verlauf von H1 hellte sich das Verbrauchervertrauen etwas auf. Das GfK-Konsumklima verbesserte sich bis Juni wieder auf -24,2 Punkte (Rekordtief im Okt 2022: -42,8), jedoch blieb die Anschaffungsneigung bis zuletzt eher schwach. Im Gegenzug war die Sparneigung verhältnismäßig hoch. Die Verbesserung des Gesamtindikators wurde im Großen und Ganzen von der Aufhellung der Konjunktur- und Einkommenserwartungen getrieben.

Mit Voranschreiten des Sommerhalbjahres dürfte sich dann auch der private Verbrauch erholen, dank der schon vereinbarten Lohnzuwächse und erwartbar sinkenden Inflationsraten. Zudem werden die Rentenzahlungen in Westdeutschland zum 1. Juli um knapp 4,4% steigen und im Osten sogar um fast 5,9%. In diesem Umfeld könnte der private Verbrauch in Q2 und Q3 jeweils rund 1% ggü. Vq. zulegen. Infolge des schwachen Q1 und einer zum Jahresende hin nachlassenden Dynamik dürfte die Nachfrage der privaten Haushalte im Jahresdurchschnitt von 2023 gut ½% zurückgehen.

Bauinvestitionen profitierten in Q1 von günstiger Witterung, auch Ausrüstungen verzeichneten einen positiven Rückprall

Nach einem schwachen Q4 (-2,6% ggü. Vq.) zeigten sich die Bruttoanlageinvestitionen in Q1 mit +3% ggü. Vq. wieder lebhafter. Die Bauinvestitionen überraschten im Vorquartalsvergleich mit einem kräftigen Zuwachs von 3,9%. Dafür dürften vor allem die zu Jahresbeginn vergleichsweise günstigen Witterungsbedingungen beigetragen haben, ebenso wie die deutliche Entspannung der Materialengpässe. Für die kommenden Quartale ist der Ausblick allerdings getrübt. Im Mai klagten gut 26% der vom ifo befragten Unternehmen des Bauhauptgewerbes über einen Mangel an Aufträgen (Wohnungsbau: 33,5%). Zudem dürften die anhaltend hohen Baupreise (Wohnungsbau Q1: 15,1% ggü. Vj., Q4: 16,9%) und das restriktivere Zinsumfeld die Bauinvestitionen empfindlich dämpfen. Nach Umfragen des ifo erreichten die Stornierungen im Wohnungsbau im Mai ein Hoch von knapp 18% (Apr: 14,7%). Wenngleich der Auftragsbestand im langfristigen Vergleich noch komfortabel erscheint, dürfte er angesichts der Stornierungen und des schwachen Neuzugangs im Jahresverlauf spürbar abschmelzen. In diesem Umfeld erwarten wir für das Gesamtjahr 2023 einen Rückgang der Bauinvestitionen von rund 4%.

Auch die Ausrüstungsinvestitionen kamen zu Jahresbeginn (Q1: 3,2% ggü. Vq.) wieder in Schwung (Q4: -3,6%). Die positive Dynamik wurde von den privaten Ausrüstungsinvestitionen (+5% ggü. Vq.) getragen, während die des Staates um rund 18% schrumpften. Deren Gewicht ist aber mit etwa 10% relativ gering. Vor allem die fortgesetzte Entspannung der allgemeinen Lieferengpässe dürfte den positiven Rückprall unterstützt haben. So legten beispielsweise die gewerblichen Pkw-Neuzulassungen in Q1 nochmals um gut 12% ggü. Vj. (Q4: 34%) zu. Im weiteren Jahresverlauf dürften die positiven Nachholeffekte allerdings an Kraft einbüßen. Mit Blick auf die Entwicklung der Auftragseingänge und die

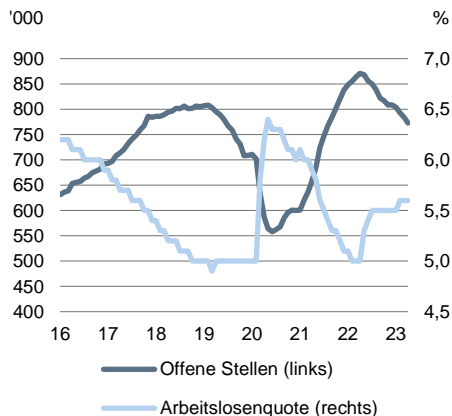


Leichte Rezession und Bremsspur im Kreditgeschäft in Q1 2023

Produktionserwartungen würde uns ein Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen im Sommerhalbjahr nicht überraschen.

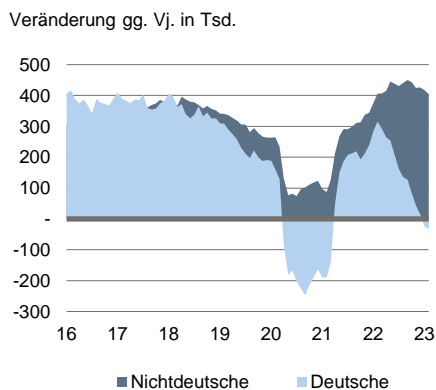
Arbeitsmarkt mit nur schwacher Frühjahrsbelebung

Deutscher Arbeitsmarkt weiter stabil, aber technische Rezession hinterlässt Spuren **23**



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Aufbau sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung nach Staatsangehörigkeit **24**



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Vom deutschen Arbeitsmarkt kamen in der ersten Jahreshälfte unterschiedliche Signale. Die schwache Konjunktur hinterließ ihre Spuren, aber die Grundtendenz bleibt weiterhin robust positiv. Vielerorts werden nach wie vor Fachkräfte gesucht. Sowohl die Erwerbstätigkeit (Q1: 45,86 Mio.) allgemein als auch die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung (Q1: 34,72 Mio.) lagen in Q1 saisonbereinigt 0,3% (Q4: 0,2%) über dem Stand des Vorquartals. Das entspricht einem Zuwachs von jeweils rund 146.000 und 92.000 Personen. Gleichwohl zeigt der Vorjahresvergleich schon seit Mitte letzten Jahres eine Verlangsamung der Aufwärtsdynamik. Bemerkenswert ist, dass der Aufbau sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung im Vorjahresvergleich seit Jahresbeginn nur noch von Personen ausländischer Staatsangehörigkeit (Feb. +404.000 gg. Deutsche: -15.000) getragen wurde.

So erklärt sich auch, dass trotz höherer Erwerbstätigkeit die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl von Februar bis Mai um rund 51.000 Personen ansteigen konnte, selbst wenn die Registrierung ukrainischer Flüchtlinge herausgerechnet wird (bereinigter Anstieg: 41.000). Unter dem Strich lag die Arbeitslosenzahl im Mai bei rund 2,57 Mio., was einer Quote von 5,6% entspricht. Von der Konjunkturverlangsamung sind auch die bei den Arbeitsagenturen gemeldeten offenen Stellen betroffen, bis Mai sank deren Zahl auf 773.000 (rund 98.000 unter Spitzenwert vom Mai 2022). Auch die repräsentative Stellenerhebung des IAB ergibt für Q1 einen Rückgang auf 1,75 Mio., nach einem Rekord von gut 1,98 Mio. in Q4 2022. Beide Indikatoren liegen aber noch auf einem komfortablem Niveau.

Laufende Tarifrunde: Erst kräftige Einmalzahlungen, dann prozentuale Lohnanhebungen

In der laufenden Tarifrunde werden für knapp 11 Mio. Beschäftigte neue Vergütungsverträge ausgehandelt. Für gut 1/3 wurden bereits Ergebnisse erzielt. Darunter unter anderem das Schwergewicht Öffentlicher Dienst von Bund und Kommunen (2,8 Mio.), einhergehend mit Signalwirkung für die Verhandlungen der Bundesländer (ab Okt.), aber auch die Zeitarbeit (735.000) und das Kfz-Handwerk (rd. 100.000). Aktuell laufen unter anderem Verhandlungen für den Einzelhandel (2,6 Mio.) und für den Groß- und Außenhandel (knapp 1,2 Mio.). Die nächsten Treffen der Tarifpartner finden in den kommenden Wochen zu regional unterschiedlichen Zeitpunkten statt. Die Deutsche Bahn steht zurzeit in Tarifverhandlungen mit der EVG (betrifft rund 180.000 Beschäftigte). Sie hatte zuletzt ein Angebot mit Lohnsteigerungen von 12% für die unteren, 10% für die mittleren und 8% für die oberen Einkommensgruppen bei 24 Monaten Laufzeit vorgelegt. Zusätzlich sollten Inflationsausgleichsprämien von insgesamt EUR 2.850 gezahlt werden. Die EVG hat dies abgelehnt. Nun könnten sich die Mitglieder in der anstehenden Urabstimmung für unbefristete Streiks entscheiden.

Setzt sich die Struktur der bisherigen Ergebnisse fort, dürften im laufenden Jahr kräftige Inflationsausgleichsprämien (in Summe von 2023/24 insg. bis zu EUR 3.000 steuer- und abgabenfrei möglich) dominieren und tabellenwirksame Tariflohnhebungen eher auf das Jahr 2024 fallen. Somit dürfte die Lohndrift im laufenden Jahr stärker ausfallen, da der Tariflohnanstieg wohl nunmehr eher bei gut 4% liegen dürfte, während die Effektivlöhne infolge der kräftigen Einmalzahlungen gut 6% zulegen dürften. Setzt sich die Struktur der jüngsten Abschlüsse fort, könnten die Tariflöhne 2024 aber um kräftige 5-6% ansteigen.



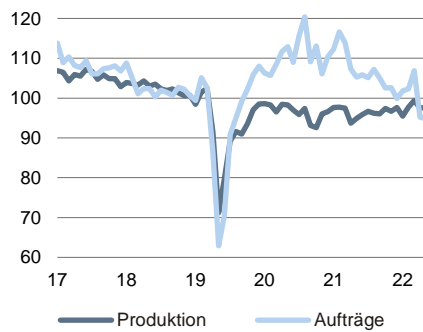
Leichte Rezession und Bremsspur im Kreditgeschäft in Q1 2023

Industrieproduktion dürfte 2023 trotz gemischter Signale zulegen

Industrieproduktion mit robustem Q1, Auftragseingänge schwächen sich ab

25

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

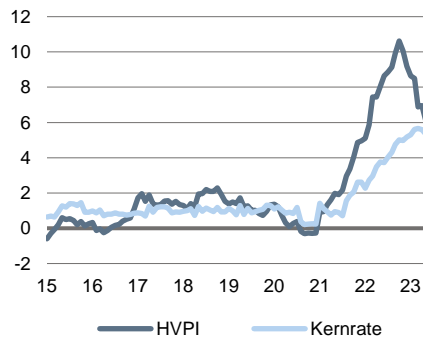
Wir haben unsere Prognose für die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes im laufenden Jahr auf +1% angehoben (von -0,5%). Trotz des Rückschlags im März (-2% ggü. Vm.) und des nur leicht positiven Aprilwertes markierte das Produktionsniveau einen positiven Start in das Jahr 2023 (Q1: +1,7% ggü. Vq.). Wir erwarten, dass die Fertigung im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt davon profitieren wird, wenn die Automobilindustrie dank der besseren Verfügbarkeit von Vorleistungsgütern und der hohen Auftragsbestände einen Teil der Verluste der Jahre von 2018 bis 2021 ausgleichen wird. Die zu erwartende weitere Entspannung der Materialengpässe dürfte vor allem auch dem Maschinenbau und den Herstellern von elektrischen Ausrüstungen Rückenwind geben. Hier meldeten im Mai noch rund 59% bzw. 52% der vom ifo befragten Unternehmen Engpässe. In der deutschen Industrie lagen sie dagegen bei 35,3%, nach noch 45,1% in Q1 (Q4: 58%). Zu den Risikofaktoren für die Prognose zählen zum einen der Zeitpunkt des Eintretens der von uns zum Jahresende 2023 erwarteten US-Rezession. Zum anderen könnten die für die deutsche Industrie wichtigen außenwirtschaftlichen Impulse schwächer ausfallen, wenn die Belebung der chinesischen Konjunktur (BIP 2023: +6%) hinter den Erwartungen zurückbleibt.

EZB: Noch 25 Bp. im Juli, unter Umständen auch im September

EWU: Kerninflation zeigt sich hartnäckig

26

% ggü. Vj.



Quelle: Eurostat

Wie erwartet hat die EZB im Juni die Leitzinsen um 25 Basispunkte (Bp.) angehoben. Der Einlagensatz steht nun bei auf 3 ½%. Insgesamt wurden die Leitzinsen seit 2022 bereits um 400 Bp. erhöht. Wir gehen davon aus, dass im Juli noch ein weiterer Zinsschritt von 25 Bp. folgt. Damit dürfte der Einlagensatz den von uns im Basisszenario erwarteten Zielwert von 3 ¾% erreicht haben. Wir erwarten keine Zinssenkung vor September 2024. Wir sehen aber ein Risiko, dass die EZB im September durchaus noch einen weiteren Zinsschritt von 25 Bp. folgen lassen könnte, insbesondere wenn sich die Kerninflation hartnäckig zeigt. EZB-Vertreter – allen voran Präsidentin Lagarde – haben immer wieder darauf hingewiesen, dass die Geldpolitik am aktuellen Rand nun primär datengetrieben voranschreiten wird. Mit ihren Formulierungen in der jüngsten Pressekonferenz ließ EZB-Präsidentin Lagarde wenig Raum für Zweifel am weiteren Vorgehen bis Juli, darüber hinaus betrieb sie jedoch kein explizites Erwartungsmanagement für weitere Zinsschritte. Mit den geldpolitischen Beschlüssen vom Juni wurde zudem bestätigt, die Reinvestitionen fälliger Titel des APP ab Juli zu beenden. Die Wiederanlagen im Rahmen des PEPP sollen mindestens bis Ende 2024 in vollem Umfang fortgeführt werden.

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

© Copyright 2023. 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.