



Weiter gebremste Kreditvergabe und Konjunkturflaute in Q2 2023

25. September 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

Anhaltend verhaltenes Kreditgeschäft. Das Kreditvolumen mit Unternehmen und Selbstständigen hat im zweiten Quartal erneut nur geringfügig zugelegt, um EUR 8,3 Mrd. bzw. 0,5% ggü. März. Das Plus von 4,6% im 12-Monats-Vergleich ist zu einem Großteil auf das außergewöhnlich starke Q3 2022 zurückzuführen, das in Kürze aus dem Vorjahresvergleich fällt. Im vergangenen Quartal stagnierten die Darlehen an die Industrie, während sich das Expansionstempo bei Dienstleistern lediglich moderat verlangsamte. Die kurzfristigen Kredite liegen nur noch auf Vorjahresniveau und das Wachstum bei langfristigen Ausleihungen auf einem Mehrjahrestief. Die Auslandsbanken gewinnen weiter Marktanteile, wohingegen die Großbanken zurückfallen. Die Kreditnachfrage verringerte sich wegen der deutlich gestiegenen Zinsen und einer geringen Investitionsneigung erneut erheblich, während die Banken die Kreditstandards kaum noch verschärfen. Sie konnten die Margen ausweiten, haben aber die Zinserhöhungen der EZB nicht vollständig an die Kunden weitergegeben. Das Abflauen akuter Krisen und der starken Inflation erlaubt es den Firmen, die Liquiditätshaltung weiter zu reduzieren, sodass die Einlagen ggü. Vorquartal schrumpften. Gleichzeitig wurden aufgrund einer rekordhohen Zinsdifferenz kräftig Sicht- durch Termineinlagen substituiert.

Gemischte Bilanz der übrigen Finanzierungsquellen. Anleihe- sowie Aktienemissionen konnten sich nach der jüngsten Schwäche etwas erholen. Weiterhin gut lief es im Leasing; Commercial Paper enttäuschten dagegen.

Konjunktur

Nach Stagnation in Q2 kommt die Wirtschaft im Sommer nicht vom Fleck. Mit im Vorquartalsvergleich unverändertem privaten Verbrauch und rückläufigen Exporten fielen gleich zwei wichtige Wachstumsmotoren mehr oder weniger aus. Einen positiven Beitrag leisteten hingegen die Vorratsveränderungen. Die leicht expandierenden Bau- und Ausrüstungsinvestitionen sowie der staatliche Konsum gaben keine nennenswerten Impulse.

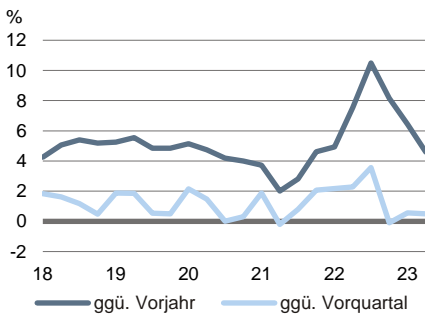
Wachstumsprognose für 2023 und 2024 weiter abgesenkt. Nach einem enttäuschenden ersten Halbjahr 2023 fiel der Auftakt von Q3 nochmals schwächer aus. Im Vorquartalsvergleich könnte die Wirtschaftsleistung in Q3 erneut leicht schrumpfen. Die Binnenkonjunktur dürfte bis über den Jahreswechsel kraftlos bleiben. Zudem sind kaum positive außenwirtschaftliche Impulse zu erwarten. Daher haben wir unsere Prognose für das deutsche BIP im laufenden Jahr auf -½% abgesenkt und erwarten in 2024 nunmehr lediglich ein Plus von 0,3%. Eine deutlichere Belebung des privaten Verbrauchs erwarten wir erst in H1 2024.



Weiter gebremste Kreditvergabe und Konjunkturflaute in Q2 2023

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*

1



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

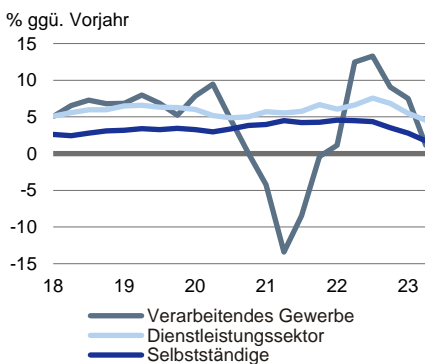
Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Kreditvolumen

Die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige hat sich im üblicherweise recht starken zweiten Quartal weiter verlangsamt. Das ausstehende Kreditvolumen legte nur um 0,5% bzw. EUR 8,3 Mrd. zu, verglichen mit durchschnittlich fast EUR 16 Mrd. in den Jahren 2016-22. Auf Jahressicht nahm das Wachstum auf 4,6% ab. Da demnächst das Ausnahme-Quartal Q3 2022 aus dem Vorjahresvergleich herausfällt, ist mit einem weiteren kräftigen Rückgang zu rechnen. Die Unternehmen benötigen einerseits weniger kurzfristige Liquidität, denn eine noch vor Monaten befürchtete schwere Rezession ist ausgeblieben und der Kostendruck lässt langsam nach (nicht zuletzt dank niedrigerer Energiepreise). Andererseits ist das wirtschaftliche Umfeld unverändert schwierig – das deutsche BIP dürfte dieses Jahr schrumpfen und die Investitionsneigung der Unternehmen bleibt verhalten (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss). Vor allem sind die Finanzierungskosten derart gestiegen, dass die Firmen sehr zurückhaltend bei der Kreditaufnahme agieren.

... nach Branche

2

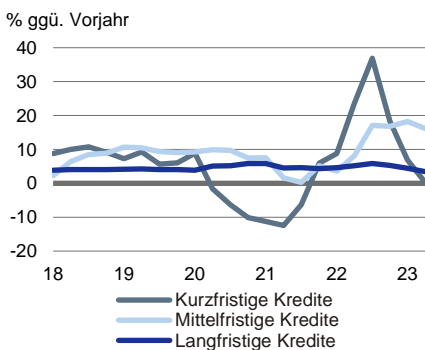


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

In **Euroland** als Ganzes gab es nicht einmal ein geringes Kreditplus ggü. Vorquartal, hier stagnierte das Volumen in Q2. Die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen (ohne Selbstständige) liegen nur noch 2,2% höher als vor einem Jahr. Dabei verläuft die Entwicklung von Land zu Land recht unterschiedlich: In Italien und Spanien, aber auch den Niederlanden schrumpfen die Kreditbestände zum Teil deutlich (-1% bis -5% ggü. Vorjahr), Frankreich liegt im Mittelfeld (+4%) und Deutschland in der Spitzengruppe. Damit befindet sich das Kreditgeschäft nicht immer im Einklang mit der makroökonomischen Situation in diesen Ländern.

... nach Fristigkeit*

3



* ohne sonstige Finanzinstitute

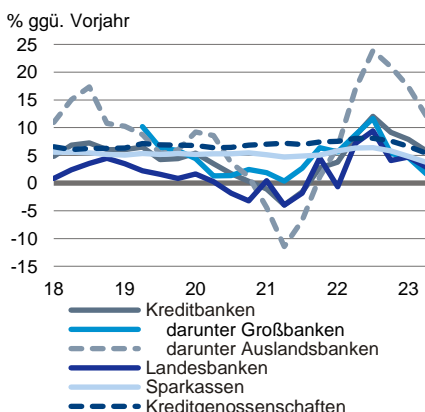
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich der verschiedenen **Branchen** in Deutschland war es wenig überraschend, dass die volatileren Kredite an das Verarbeitende Gewerbe in Q2 stagnierten und die Jahresrate damit auf nur noch +1,1% einklappte, während sich der Dienstleistungssektor mit einem moderaten Rückgang auf +4,6% wesentlich robuster zeigte. Eine spürbare Verlangsamung auf +1,7% verzeichneten auch die Selbstständigen (die sich mit den Dienstleistern teilweise überschneiden). Unter dem Strich gab es im vergangenen Vierteljahr immerhin noch in 13 von 22 Einzelbranchen einen Anstieg des Kreditvolumens ggü. Vorquartal. Und die sechs Branchen, die ggü. Vorjahr im Minus liegen, stehen nur für 6,9% des gesamten Kreditbuchs, d.h. die Kreditdynamik flaut in der Breite ab, es ist kein Phänomen nur weniger Wirtschaftszweige.

Innerhalb der Industrie verlief Q2 sehr durchwachsen – einem höheren Kreditvolumen im Maschinenbau/Auto (EUR +0,7 Mrd. ggü. März), der Elektrotechnik und Metall (jeweils EUR +0,2 Mrd.) stand eine Verringerung bei der Ernährung (EUR -0,5 Mrd.) und der Chemie (EUR -0,4 Mrd.) entgegen.

... nach Bankengruppe*

4



* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unter den Dienstleistern lief es bei den Wohnungsunternehmen (EUR +4,1 Mrd.) und Telekom/Beratung/Werbung (EUR +1,3 Mrd.) noch recht ordentlich, während Gewerbeimmobilienfirmen (nur EUR +0,5 Mrd. angesichts des aktuellen Gegenwinds am Immobilienmarkt) und Beteiligungsgesellschaften (EUR -0,6 Mrd.) eher schwach abschnitten.

Bei den sonstigen Branchen änderte sich im Vergleich zum Jahresauftakt kaum etwas – Bau und Handel setzten ihre Kreditexpansion fort (EUR +1,6 bzw. +1,7 Mrd.), bei Versorgern/Bergbau und der Landwirtschaft tat sich relativ wenig und im Verkehr (inkl. Energietransport) wurden vermutlich erneut Notfallkredite an die staatlichen Förderbanken zurückgezahlt (EUR -0,9 Mrd.).

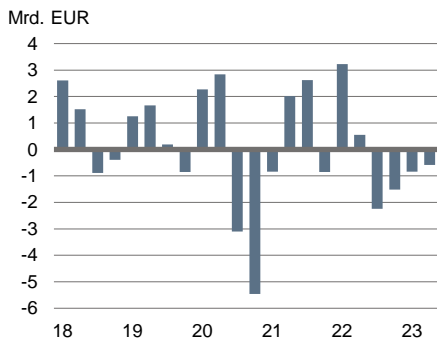
Mit Blick auf die unterschiedlichen **Fristigkeiten** hält die Normalisierung an. Die kurzfristigen Kredite (Laufzeit < 1 Jahr) stagnierten de facto sowohl von März bis Juni als auch im 12-Monats-Vergleich. Die Wachstumsraten bei den längeren Laufzeiten schwächten sich moderat ab, auf 16,1% (1-5 Jahre) bzw. 3,4%



Weiter gebremste Kreditvergabe und Konjunkturflaute in Q2 2023

Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



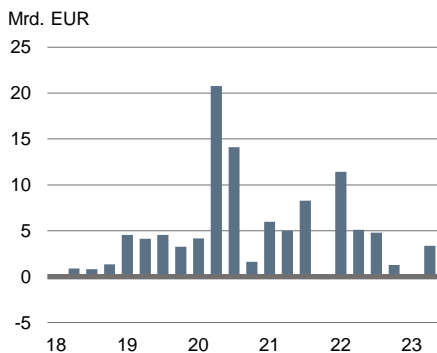
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

(> 5 Jahre). Letzteres ist der niedrigste Wert seit Ende 2016 und ein Signal der geringen Investitionsneigung der Unternehmen sowie der grundsätzlichen Herausforderungen für den Wirtschaftsstandort Deutschland, die zuletzt immer offener zutage getreten sind.

Der Abschwung im Kreditgeschäft trifft sämtliche **Bankengruppen**, jedoch sind deren sektorale Schwerpunkte ebenso verschieden wie das fundamentale Wachstumstempo, sodass die Verlangsamung bei manchen Institutsgruppen stärker ins Gewicht fällt als bei anderen. Die Auslandsbanken behaupten sich an der Spitze des Feldes (+12,1% ggü. Vorjahr). Mit weitem Abstand folgen die Genossenschaftsbanken (+5,4%), Förderbanken (einschl. DZ Bank) (nur noch +4%, nach teilweiser Rückzahlung der Hilfskredite an Energieunternehmen aus dem vergangenen Jahr) und die Sparkassen (+3,7%). Dahinter liegen die Landesbanken (+2,8%) und, als Schlusslicht, die Großbanken (+1,6%). Letztere stehen erstmals seit der Neufassung dieser Kategorie 2018 auf dem letzten Platz. Für Sparkassen und Kreditgenossenschaften wiederum war es in Q2 das schwächste Quartalsplus seit 2014 bzw. 2016.

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

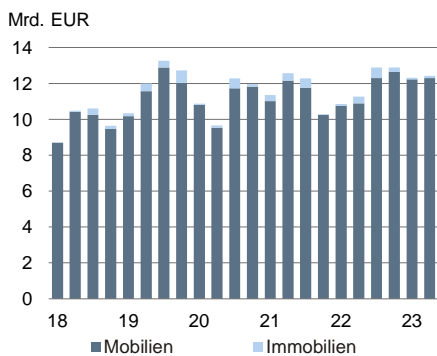
Die Retail-Verbünde schnitten im abgelaufenen Vierteljahr am besten bei den Wohnungsunternehmen ab, die Genossenschaftsbanken darüber hinaus am Bau. Die Förderbanken mussten ein kräftiges Minus bei Versorgern/Bergbau, dem Verkehr und den Beteiligungsgesellschaften hinnehmen, was wie erwähnt zum Teil auf die Rückzahlung der Energie-Notkredite zurückzuführen sein dürfte. Die Großbanken verbuchten den größten Rückgang im Handel. Auslandsbanken und Landesbanken wiesen dagegen eine ausgewogenere Branchenverteilung auf.

Andere Finanzierungsquellen

Das Umfeld für **Commercial Paper** von Nichtbanken bleibt außerordentlich schwierig. Von April bis Juni war die Nettoemission erneut negativ, d.h. es wurden EUR 582 Mio. mehr zurückgezahlt als neu ausgegeben.

Leasinggeschäft, Neuolumen*

7

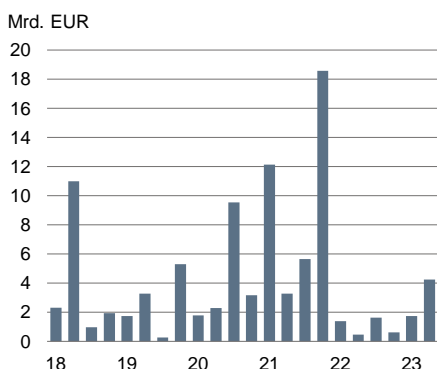


* statistischer Bruch in Q1 2019. Entspricht nicht dem Gesamtmarkt.
Quelle: BDL

Nach der Vollbremsung im Winterhalbjahr erholte sich die Emission von **Unternehmensanleihen** im zweiten Quartal wieder etwas. Netto standen EUR 3,4 Mrd. zu Buche, kein „gutes“ Ergebnis, aber wenigstens ein Lichtblick nach dem starken Gegenwind durch die massiv gestiegenen Renditen und den Wegfall der EZB als des vorherrschenden Käufers der letzten Jahre. Im Eurogebiet insgesamt belief sich die Nettoemission auf ebenfalls ordentliche EUR 17,4 Mrd. – immerhin der beste Quartalswert seit Beginn der Zinswende Anfang 2022. Allerdings steht die Notenbank bei der Rückführung ihrer durch die jahrelangen Anleihekäufe aufgeblähten Bilanz noch ganz am Anfang des Prozesses: Seit Ende Februar werden auslaufende Papiere nicht mehr vollständig reinvestiert, wodurch sich der Nominalwert der Unternehmensanleihen im Besitz der EZB um gerade einmal EUR 8 Mrd. verringert hat. Das entspricht lediglich 2,1% des ursprünglichen Maximalbetrags von EUR 391 Mrd. Mit dem weiteren Abschmelzen der Bilanz wird der Markt also noch erhebliche Volumina an Ersatz-Neuemissionen absorbieren müssen.

Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Das **Leasing** schnitt auch in Q2 robust ab, mit einem Neugeschäft in Höhe von EUR 12,4 Mrd. (+10% ggü. Vorjahr). Hier haben sich nicht zuletzt Preissteigerungen im schwergewichtigen Pkw-Segment niedergeschlagen (+24%); außerdem lief es gut bei Lkw & Bussen sowie Baumaschinen. Rückläufig waren dagegen die Bereiche Maschinen und Immobilien.

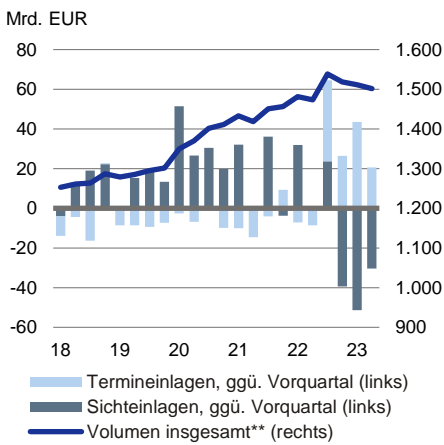
Angesichts positiver Börsenperformance konnten sich auch die **Aktienemissionen** zwischen März und Juni etwas erholen – sie kamen auf solide EUR 4,2 Mrd. Neben einer größeren Kapitalerhöhung im Tourismus fanden mehrere kleinere Transaktionen statt, u.a. von Wohnungsunternehmen und in der Verpackungsindustrie. Allerdings gab es, wie bereits zum Abschluss des vergangenen Jahres, keinen einzigen Börsengang.



Weiter gebremste Kreditvergabe und Konjunkturflaute in Q2 2023

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen*

9



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

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Einlagenvolumen

Im zweiten Quartal haben sich die Entwicklungen der Vormonate eins-zu-eins fortgesetzt: Insgesamt sank das Einlagenvolumen – nur aufgrund des außergewöhnlich starken Q3 2022 stehen auf Jahressicht noch +2,3% zu Buche; im September ist eine Kontraktion wahrscheinlich. Außerdem schichteten die Unternehmen und Selbstständigen weiter kräftig um, von Sichteinlagen (EUR -30 Mrd.) in Termingelder (EUR +21 Mrd.). Für das Minus unter dem Strich dürfte gesorgt haben, dass die Firmen mittlerweile weniger Liquidität benötigen, um für akute Krisen (Corona, Lieferketten, Ukraine-Krieg) gewappnet zu sein, und gleichzeitig auch die Inflation erheblich nachgelassen hat. Die Verschiebung zwischen den verschiedenen Kategorien zeigt wiederum, dass die Unternehmen auf die von den Banken gesetzten Anreize reagieren, denn seit über 20 Jahren war die Differenz zwischen den Zinsen für Sicht- und Termineinlagen nicht mehr so groß wie aktuell mit 2,6 %-Punkten (s. auch unten).

Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

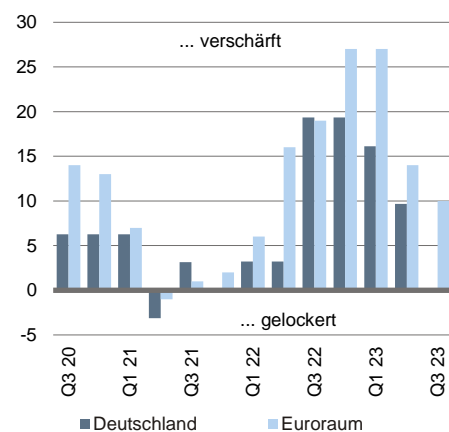
Die Verschärfung der allgemeinen **Kreditstandards** scheint zu Ende zu gehen. Im vergangenen Quartal meldeten netto lediglich 10% der Banken eine Straffung ggü. Vorquartal, halb so viele wie sechs Monate zuvor. Die konkreten Konditionen für tatsächlich ausgereichte Darlehen wurden allerdings von immerhin 19% der Institute verschärft, was sich vor allem in erneut höheren Margen manifestierte. Nach dem langjährigen Verfall der Zinsmarge zwischen 2013 und 2018 und der kurzzeitigen Besserung zu Beginn der Pandemie ist das für die Banken ein gutes Ergebnis. Im Euroraum als Ganzes gab es bei den Kreditstandards ebenfalls deutliche Zeichen der Entspannung; die Margen kletterten auch hier weiter.

Größeren Einfluss auf die gedämpfte Kreditvergabe dürfte die erneut gesunkenene **Nachfrage** der Kunden gehabt haben, von der netto 32% der Banken berichteten (wie schon in Q4 der kräftigste Einbruch seit 2005). Verantwortlich dafür waren einmal mehr eine geringe Investitionsbereitschaft sowie die gestiegenen Zinsen. In der EWU stellten sogar 42% der Institute einen Nachfragerückgang fest – das größte Minus in der 20-jährigen Geschichte des Bank lending surveys.

Für das **laufende Quartal** gehen die Banken in Deutschland praktisch von einer Stabilisierung sowohl der Kreditstandards als auch der Nachfrage aus. Gerade bei Letzterer ist jedoch die Treffsicherheit der Prognose erfahrungsgemäß nicht besonders hoch. Die Euro-Banken erwarten eine leichte weitere Verschärfung der Kreditstandards.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen*

10

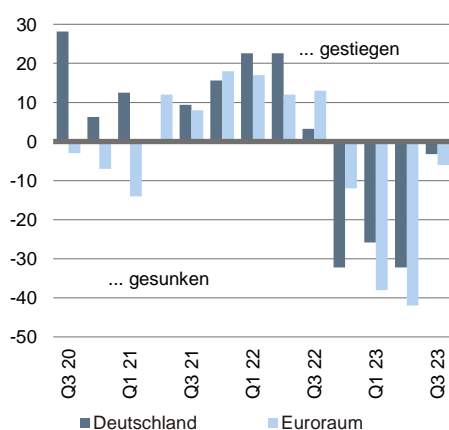


* Q3 23 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskredit*

11



* Q3 23 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Zinssätze

Die schwache Nachfrage trägt unverändert dazu bei, dass die Banken die Leitzinserhöhungen der EZB (4 %-Punkte bis Ende Juni) nicht in Gänze an ihre Kunden weiterreichen. Für diese haben die Zinsen im **Kredit-Neugeschäft** seit Beginn der Zinswende Anfang 2022 im Durchschnitt nur um rund 3,4 %-Punkte zugelegt. Auffällig ist insbesondere das vergleichsweise niedrige Plus von 2,7 %-Punkten bei langfristigen Festzinskrediten (Zinsbindung > 5 Jahre), die in den letzten Monaten kaum noch teurer geworden sind und im Mittel 4% p.a. kosten. Die Zinssätze für alle anderen Kreditkategorien verteilen sich grob um die 5%-Marke.

Auf der Refinanzierungsseite haben die Zinsen für **Termineinlagen** mit 3,2% (+0,6 %-Punkte ggü. März) mittlerweile den höchsten Stand seit der Finanzkrise erreicht. Jene für **Sichteinlagen** hinken hingegen mit 0,6% (+0,2 %-Punkte) noch deutlich hinterher (obwohl auch das der höchste Wert seit 2011 ist).

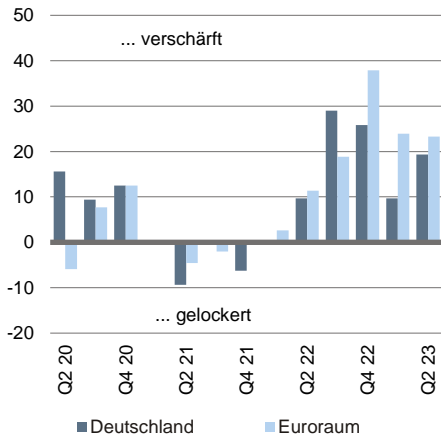
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Weiter gebremste Kreditvergabe und Konjunkturflaute in Q2 2023

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

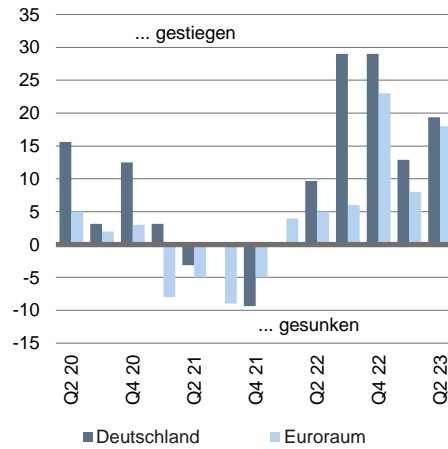
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

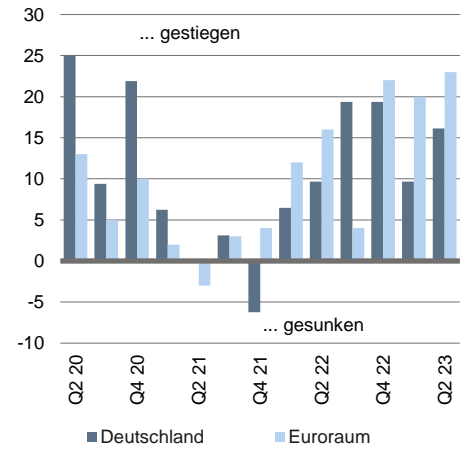
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

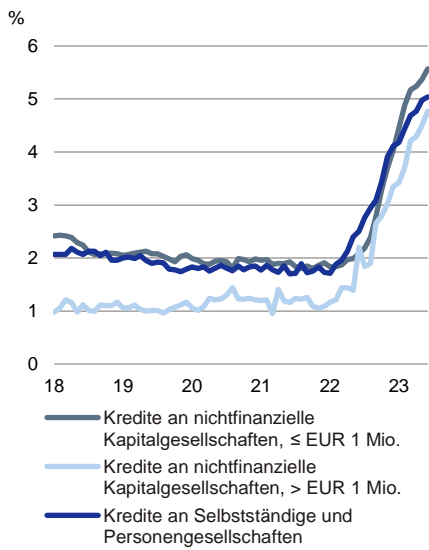
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

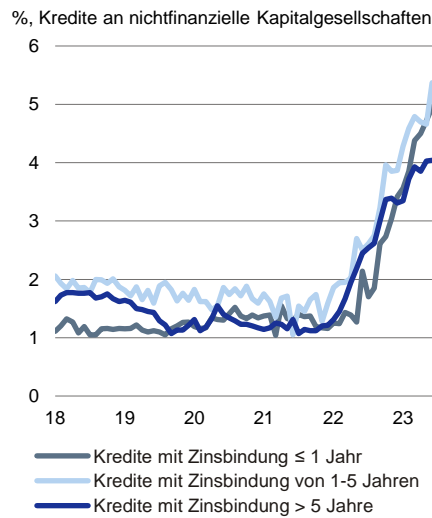
15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

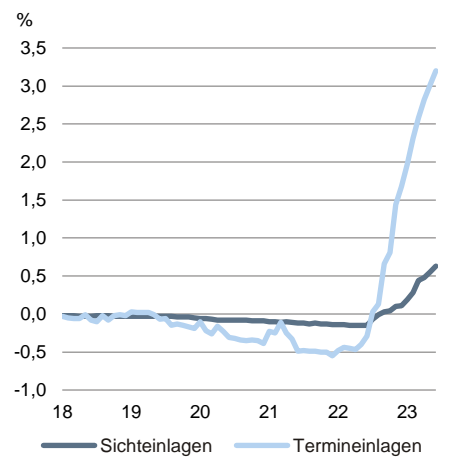
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB



Nach Stagnation in Q2 kommt die Wirtschaft im Sommer nicht vom Fleck

Deutschland: Konjunkturprognose

18

% ggü. Vj.	2022	2023P	2024P
Reales BIP	1,8	-0,5	0,3
Privater Konsum	3,9	-0,8	1,5
Staatsausgaben	1,6	-1,6	1,9
Anlageinvestitionen	0,1	0,6	-0,4
Ausrüstungen	4,0	3,8	1,2
Bau	-1,8	-1,3	-2,6
Lager, %-Punkte	0,7	-0,1	-0,2
Exporte	3,3	-0,9	1,1
Importe	6,6	-1,5	2,3
Nettoexport, %-Punkte	-1,2	0,2	-0,5
VPI (nat. Def.)	6,9	6,1	2,3
Staatsverschuldung, % BIP	66,3	65,9	65,5
Arbeitslosenquote, %	5,3	5,6	5,5
Budgetsaldo, % BIP	-2,5	-2,1	-1,4

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

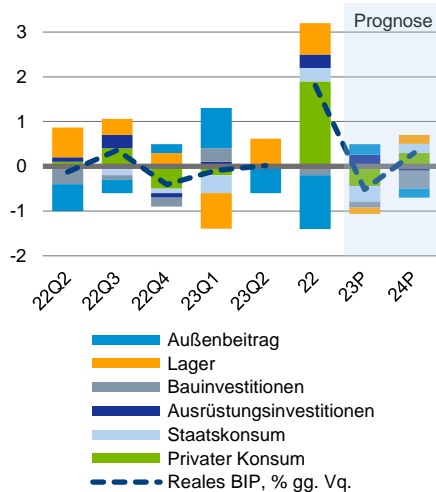
- Die deutsche Wirtschaft trat in Q2 auf der Stelle. Mit einem stagnierenden privaten Verbrauch und rückläufigen Exporten fielen zwei wichtige Wachstumsmotoren aus. Einen positiven Beitrag leisteten die Vorratsveränderungen. Die leicht expandierenden Bau- und Ausrüstungsinvestitionen sowie der staatliche Konsum ergaben keine nennenswerten Impulse.
- Nach einem enttäuschenden H1 und den schwachen Daten in den Sommermonaten haben wir unsere Prognose für das deutsche BIP im laufenden Jahr auf -½% abgesenkt und erwarten in 2024 nunmehr lediglich ein Plus von 0,3%. Eine deutliche Belebung des privaten Verbrauchs erwarten wir erst in H1 2024.

Die ausführlichen Ergebnisse zur deutschen Wirtschaftsleistung in Q2 bestätigten die Stagnation im Vorquartalsvergleich. Im Gegensatz zum Winterhalbjahr kam es vorerst zu keinen weiteren Revisionen. Nach zwei negativen Quartalen (Q1: -0,3% ggü. Vq., Q4: -1%) konnte der private Verbrauch sein Niveau in Q2 zumindest behaupten, von einer Belebung konnte jedoch keine Rede sein. Zudem zeigten sich die Exporte von Waren und Dienstleistungen schwach (Q2: -1,1% ggü. Vq.), was zusammen mit den stagnierenden Importen einen Außenbeitrag von knapp -0,6 %-Pkt. ergab. Damit fielen zwei entscheidende Wachstumsmotoren mehr oder weniger aus. Einen nennenswert positiven Wachstumsbeitrag leisteten hingegen die Vorratsveränderungen (0,4 %-Pkt.). Auch die Anlageinvestitionen expandierten knapp 0,4 % ggü. Vq., während der staatliche Konsum (Q2: 0,1% ggü. Vq.) nahezu unverändert blieb.

Deutsches BIP und Komponenten

19

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wachstumsprognosen für 2023 und 2024 weiter abgesenkt

Angesichts der enttäuschenden ersten Jahreshälfte und des schwachen Auftakts von H2 haben wir unsere Wachstumsprognose für das deutsche BIP im Jahr 2023 auf -½% abgesenkt (zuvor -0,3%) und erwarten in 2024 nunmehr lediglich ein Plus von 0,3% (zuvor ½%). Im laufenden Q3 könnte die Wirtschaftsleistung mit -0,3% ggü. Vq. erneut leicht schrumpfen. Neben einer schwachen Binnenkonjunktur dürften auch außenwirtschaftliche Gegenwinde das Wachstum bremsen. Zum einen erwarten wir infolge der geldpolitischen Straffung ein spürbares Nachlassen der US-Konjunktur zum Jahresende. Zum anderen bleibt die Erholung der chinesischen Volkswirtschaft hinter den Erwartungen zurück und gibt damit auch weniger positive Impulse für die Weltwirtschaft. Die deutsche Binnenwirtschaft dürfte erst Mitte H1 2024 wieder kräftigeren Wind unter die Flügel bekommen, wenn die Gesamtinflation weiter spürbar nachgelassen hat und Lohnerhöhungen in größerer Breite wirksam werden.

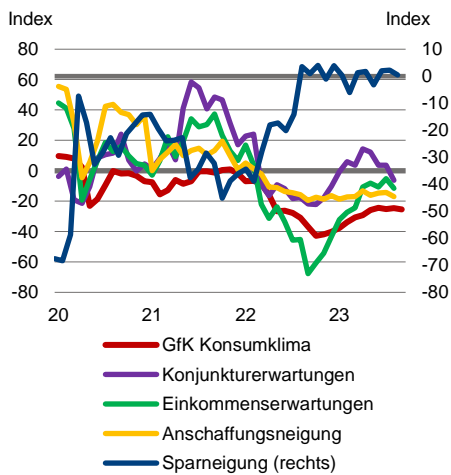
Privater Verbrauch ohne Schwung durch das Sommerhalbjahr

Eine spürbare Erholung des privaten Verbrauchs ließ in Q2 weiter auf sich warten. Die immer noch kräftige Verbraucherpreisinflation (VPI Q2: 6,6% ggü. Vj.) gepaart mit zunehmenden Konjunktursorgen standen dem entgegen. Das am GfK-Index gemessene Konsumklima blieb bis zuletzt (Sep: -25,5) schwach. Die Konjunktursorgen manifestierten sich und auch die Einkommenserwartungen bekamen jüngst einen Dämpfer. In diesem Umfeld scheinen die Haushalte den Euro dreimal umzudrehen, was sich am hohen Niveau der Indexkomponente zum Sparverhalten widerspiegelt. Die saisonbereinigte Sparquote zog bereits in Q2 wieder auf 11,9% an (Q1: 10,7%) und dürfte auch in Q3 kaum nachgegeben



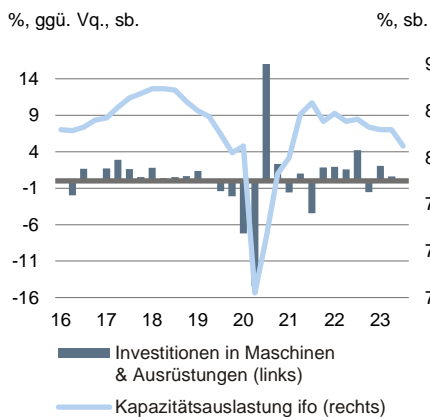
Weiter gebremste Kreditvergabe und Konjunkturflaute in Q2 2023

Konjunktursorgen belasten das Konsumklima, Sparen scheint weiterhin Trumpf **20**



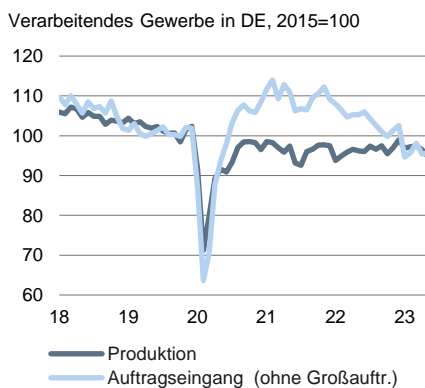
Quelle: GfK

Kapazitätsauslastung sinkt, kein Rückenwind für Ausrüstungsinvestitionen **21**



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Schwache Auftragseingänge, gedämpfte Produktion im Verarbeitenden Gewerbe **22**



Quelle: Statistisches Bundesamt

haben. Ende 2023 könnte der private Verbrauch wieder etwas anziehen (Q4: 0,3% ggü. Vq.), mit einer kräftigeren Belebung rechnen wir nicht vor Frühjahr 2024. Zwar kamen bereits viele Arbeitnehmer in den Genuss von teilweise kräftigen steuer- und abgabenfreien Inflationsausgleichszahlungen (2023/24 insg. bis zu EUR 3.000 möglich) und auch die Renten wurden spürbar angehoben (Juli: West: 4,4%, Ost: knapp 5,9%), dennoch dürfte die Kauflaune erst richtig zurückkehren, wenn auch reale Einkommenszuwächse spürbar werden und die Konjunktursorgen abnehmen.

Bau- und Ausrüstungsinvestitionen in Q2 gedämpft, zunehmende Abwärtsrisiken für die Industrieproduktion

Die Bruttoanlageinvestitionen zeigten sich in Q2 mit 0,4% ggü. Vq. weniger dynamisch als noch zum Jahresauftakt (Q1: 1,7%), als vom Wetter und Nachholeffekten bei Käufen von Firmenwagen positive Impulse ausgingen. Ein Mix aus zyklischen und strukturellen Gegenwinden dämpft sowohl die Bau- als auch die Ausrüstungsinvestitionen. Die Bauinvestitionen (Q2: 0,2% ggü Vq.) leiden insbesondere unter dem restriktiven Zinsumfeld und dem damit verbundenem Anstieg der Finanzierungskosten. Zudem bremsen die nach wie vor hohen Baukosten (Wohngebäude Q2: 8,8% ggü. Vj.) viele Projekte aus. Im August meldeten knapp 21% (Höchstwert) der vom ifo-Institut befragten Wohnungsbauunternehmen über stornierte Bauvorhaben. Vor diesem Hintergrund dürften die Bauinvestitionen in Q3 um etwa 1 ½% ggü. Vq. zurückgehen.

Den Ausrüstungsinvestitionen (Q2: 0,6% ggü. Vq.) macht das Finanzierungsumfeld ebenfalls zu schaffen, während die nunmehr vollständige Normalisierung der Lieferketten ein Rückenwind sein dürfte. Aber in Anbetracht der gesunkenen Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe (Q3: 83% ggü. Q2: 84,4%), der weiter schwachen Vorlaufindikatoren für die Auftragseingänge (PMI Neuaufträge Q3: 33,4; -6,7 ggü. Vq.) und der insgesamt geringeren außenwirtschaftlichen Impulse dürften die Ausrüstungsinvestitionen in H2 kaum weiter expandieren. Zudem könnten nun auch eher strukturelle Faktoren vermehrt negativ ins Gewicht fallen. Dazu zählen die im internationalen Vergleich hohen Energiekosten, der Fachkräftemangel und der allgemeine Standortwettbewerb (z.B. US-IRA).

Mit der Abschwächung des außenwirtschaftlichen Umfeldes und der lahmen Binnenkonjunktur mehren sich auch die Abwärtsrisiken für unsere Prognose der Industrieproduktion im laufenden Jahr (+1%). Unterstützung bietet zurzeit noch das Abarbeiten der Auftragsbestände (Q2: -1,6% ggü. Vq.).

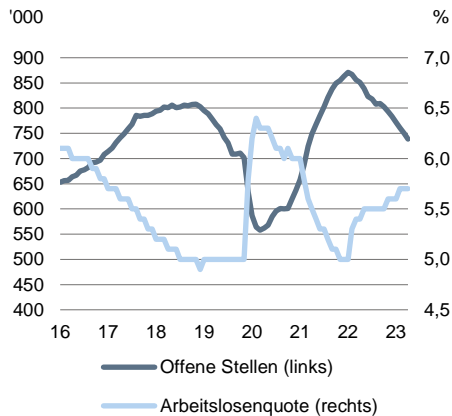
Arbeitsmarkt mit leichten Schwächesignalen, Tarifrunde 2023 im Endspurt

Der deutsche Arbeitsmarkt ist nach wie vor robust, aber die konjunkturelle Schwäche hinterlässt ihre Spuren und zudem zeigen sich zunehmend die strukturellen Grenzen. Zwar herrscht in vielen Wirtschaftsbereichen nach wie vor ein Fach- bzw. Arbeitskräftemangel, wie unter anderem das KfW-ifo-Fachkräftebarometer aufgezeigt. Für Q2 gaben gut 42% (Q4: 45,7%) der befragten Unternehmen an, dass Fachkräftemangel ihre Geschäftstätigkeit behindert. Dennoch ist die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl in den Monaten von Februar bis August auch ohne den Einfluss ukrainischer Flüchtlinge um 91.000 Personen (insgesamt 114.000) gestiegen. Auch in der zweiten Jahreshälfte ist mit monatlichen Anstiegen in der Größenordnung von etwa 10.000 Personen zu rechnen. Darauf deuten nicht zuletzt auch die Komponenten der Arbeitsmarktführindikatoren von IAB und ifo. Zumindest für den Dienstleistungssektor sind die Signale aber noch leicht positiv. Der Aufwuchs an sozialversicherungspflichtiger



Weiter gebremste Kreditvergabe und Konjunkturflaute in Q2 2023

Schwache Konjunktur hinterlässt auch Spuren am deutschen Arbeitsmarkt 23

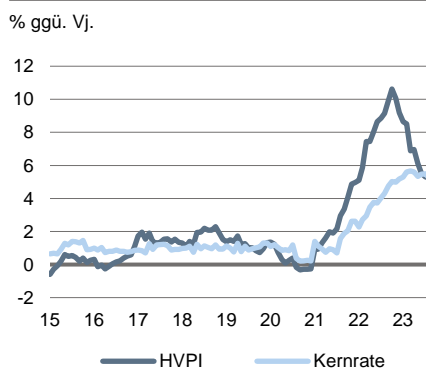


Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Beschäftigung (Jun: 34,8 Mio.) und Erwerbstätigkeit insgesamt (Jul: 45,9 Mio.) scheint im saisonbereinigten Vormonatsvergleich erst einmal auf den jeweiligen Höchstständen ein Plateau zu bilden.

Die sich hinziehenden Tarifverhandlungen im Einzel-, Groß- und Außenhandel sowie die erst im Oktober beginnenden Verhandlungen im Öffentlichen Dienst der Länder (ohne Hessen) könnten spürbaren Einfluss auf die durchschnittliche Tariflohnentwicklung (mit und ohne Sonderzahlungen) der Jahre 2023 und 2024 haben. Die zu erwartenden Abschlüsse dürften sich in Höhe und Struktur an den Ergebnissen anderer Wirtschaftsbereiche orientieren. Entscheidend wird sein, wann und in welcher Höhe potenzielle inflationsbezogene Sonderzahlungen geleistet werden, beziehungsweise langfristig wirkende prozentuale Lohnanhebungen einsetzen. Letztere dürften sich auf das Jahr 2024 konzentrieren. Daher erwarten wir im laufenden Jahr einen reinen Tariflohanstieg von „nur“ gut 4%, gefolgt von rund 5 ½% in 2024. Nicht zuletzt da auch außerhalb der regulären Tarifverhandlungen Inflationsausgleichsprämien vereinbart wurden, dürften Effektivverdienste in diesem Jahr um rund 6% zulegen und in 2024 um etwa 5%.

EWU: Inflation 24

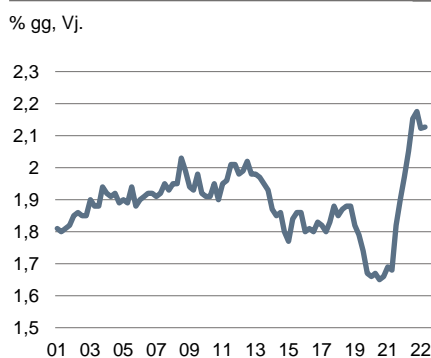


Quelle: Eurostat

EZB: Einlagensatz auf 4% und nun wahrscheinlich längere Pause

Da die Inflation in der EWU (HVPI Aug: 5,2% ggü. Vj.) noch deutlich über dem mittelfristigen 2%-Ziel liegt, hatten wir eine enge Entscheidung des EZB-Rates erwartet. Mehrheitlich votierte der Rat für eine erneute Anhebung der Leitzinsen um 25 Basispunkte (Bp.). Damit hat die EZB seit Mitte 2022 Zinsschritte von insgesamt 450 Bp. vollzogen. Die Pressekonferenz zur September-Sitzung war von einer „hawkischen“ Tonalität geprägt. Zinssenkungen waren kein Thema. Über die Höhe der Leitzinsen und vor allem, wie lange das restriktive Niveau beizubehalten sei, will die EZB nach wie vor datengetrieben entscheiden. Präsidentin Lagarde vermied Aussagen, ob der Zinsgipfel erreicht sei. Jedoch erwarten wir, dass die EZB nun innehalten wird und den Einlagensatz für die kommenden 12 Monate bei 4% belässt. Einer weiteren Anhebung um 25 Bp. ordnen wir nur eine Randwahrscheinlichkeit zu, wenn bspw. die Inflationserwartungen der Haushalte angesichts des jüngsten Energiepreisanstiegs deutlich steigen würden. Ab September 2024 erwarten wir dann schrittweise Zinssenkungen von insgesamt 150 Bp. Ende 2025 dürfte der Einlagensatz bei 2,5% liegen, noch über dem neutralen Niveau von etwa 2%. Die Pressekonferenz brachte keine Neuigkeiten zur Bilanzpolitik. Es wurde aber klar, dass die Hürden für einen vorzeitigen Ausstieg aus den PEPP-Reinvestitionen hoch sind.

EWU: Längerfristige Inflationserwartungen (in 5 Jahren) 25



EZB: Umfrage unter professionellen Prognostikern

Für 2023 und 2024 hat die EZB ihre Wachstumsprognosen für die EWU auf 0,7% (-0,2 %-Pkt.) bzw. 1% (-0,5 %-Pkt.) nach unten revidiert. Im Jahr 2025 wird ein Wirtschaftswachstum von 1,5% erwartet. Die Inflationsprognosen für 2023 und 2024 wurden auf 5,6% bzw. 3,2% angehoben (je 0,2 %-Pkt.). Erst im Jahr 2025 dürfte die Gesamtinflation in der EWU wieder bei 2,1% liegen.

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



Weiter gebremste Kreditvergabe und Konjunkturflaute in Q2 2023

© 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.