



## Kreditvergabe

# Jetzt folgt der Kater – Konjunktur kommt mit blauem Auge davon

23. Februar 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](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

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

DB Research Management  
Stefan Schneider

## Unternehmensfinanzierung

**Historischer Kreditboom vor dem Ende.** Nach einem Rekordanstieg in Q3 hat sich das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Q4 beruhigt. Auch ohne die Notkredite an Energiefirmen kam in H2 ein kräftiges Kreditplus von insgesamt EUR 42 Mrd. zusammen; der Bestand liegt 8,2% höher als vor einem Jahr. Bei wichtigen Treibern wie der Energie-Unsicherheit, der Inflation und den Sorgen vor einer Rezession entspannte sich die Lage aber zuletzt. Entsprechend dürfte das Kreditwachstum 2023 deutlich an Fahrt verlieren. 2022 legten vor allem kurz- und mittelfristige Kredite an Energiefirmen und ein breites Spektrum weiterer Branchen zu. Nach einem Intermezzo, in dem fast alle Bankengruppen profitierten, liegen Förderbanken und Auslandsbanken mittlerweile weit vor der Konkurrenz. Die Banken verschärfte die Kreditstandards in Q3 sowie Q4 jeweils moderat und konnten die Zinsmarge ausweiten; die Nachfrage ließ zuletzt deutlich nach. Die Finanzierungsalternativen schnitten (abgesehen vom Leasing) eher dürrig ab – die Emission von Anleihen verlor zunehmend an Schwung und blieb bei Commercial Paper und Aktien im gesamten zweiten Halbjahr kraftlos.

**Historischer Zinsanstieg geht weiter.** Einer der wichtigsten Dämpfer für das Kreditgeschäft im Jahr 2023 werden die massiv gestiegenen Zinsen sein, die in manchen Kategorien schon über der 4%-Marke liegen und damit so hoch wie seit über einem Jahrzehnt nicht mehr. Während die Zinsen für Termineinlagen ebenfalls kräftig angezogen haben, steht dies bei Sichteinlagen noch aus. Bis dahin dürften Zuflüsse schwerpunktmäßig im Terminbereich erfolgen. Insgesamt blieb in den letzten Monaten das Einlagenwachstum mit zuletzt 4,7% ggü. Vorjahr kontinuierlich hinter dem Kreditwachstum zurück. Eine Verlangsamung ist 2023 sehr wahrscheinlich.

## Konjunktur

**Robustes BIP-Wachstum zu Beginn der zweiten Jahreshälfte, jedoch leichter Rückgang im Schlussquartal.** In Q3 sorgte der private Verbrauch noch für deutliche Wachstumsimpulse. Auch die Ausrüstungsinvestitionen gaben Rückenwind. Dagegen dämpften vor allem die Bauinvestitionen das Wachstum. In Q4 schrumpfte das BIP im Vorquartalsvergleich leicht. Laut Erstmeldung war insbesondere der private Verbrauch rückläufig.

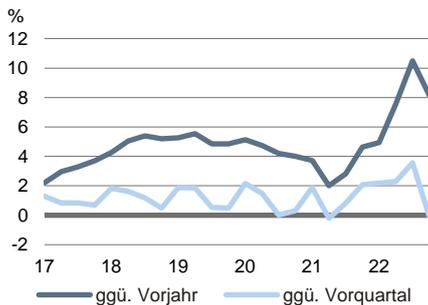
**Wachstumsprognose für 2023 nach oben revidiert, da nur noch leichte technische Rezession im Winter 2022/23 zu erwarten.** Wichtige ökonomische Parameter haben sich verbessert. Eine Rationierung von Gas ist unwahrscheinlich geworden und die Energiepreise sind insgesamt zurückgegangen. Zudem dürfte die chinesische Wirtschaft nach Ende der Pandemiebeschränkungen an Schwung gewinnen. Somit könnte das deutsche BIP trotz eines schwachen Jahresauftakts zumindest das Vorjahresniveau erreichen.



## Kreditvergabe: Jetzt folgt der Kater – Konjunktur kommt mit blauem Auge davon

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute  
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

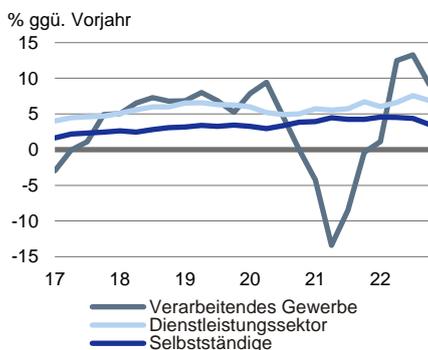
## Unternehmensfinanzierung in Deutschland

### Kreditvolumen

Nach einem Rekordanstieg in Q3 (EUR +56,5 Mrd. bzw. +3,6% ggü. Vorquartal) hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen und Selbstständige zum Jahresende hin beruhigt (EUR -1,4 Mrd.; -0,1%). Auch ohne die Notfallkredite an Unternehmen aus dem Energiesektor, die im Sommer einer der wichtigsten Treiber waren, aber in Q4 teilweise schon wieder zurückgezahlt wurden, kam H2 trotzdem auf eine sehr kräftige Kreditexpansion in Höhe von insgesamt EUR 41,9 Mrd. Dank der jüngsten Verlangsamung ging der Vorjahresvergleich allerdings wieder auf 8,2% zurück, nachdem er zwischenzeitlich sogar zweistellige Werte erreicht hatte (ebenfalls ein Allzeithoch). Bei mehreren Faktoren, die für den Kreditboom verantwortlich waren, entspannte sich die Lage in den letzten Wochen etwas – bei den Energiepreisen, der allgemeinen Inflation und der Unsicherheit, ob es zu einer Rezession kommt. Demzufolge dürfte das Kreditwachstum 2023 noch stärker als ohnehin erwartet an Fahrt verlieren, zumal strukturelle Herausforderungen für die deutsche Volkswirtschaft zunehmend in den Vordergrund rücken (zu den Details des aktuellen Konjunkturverlaufs und -ausblicks siehe Teil 2 im Anschluss).

... nach Branche

2

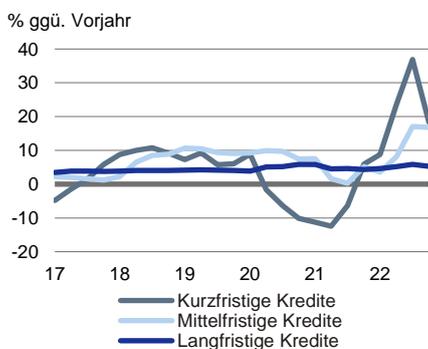


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im **Euroraum** insgesamt verlief die Entwicklung zwar ähnlich, aber doch wesentlich gedämpfter. Auch hier hielt die starke Kreditdynamik bis in den Herbst hinein an (auch wenn das Expansionstempo vor der Finanzkrise unübertroffen blieb), bevor sie sich zum Jahresende hin abkühlte. In Q3 lag das Kreditplus mit nichtfinanziellen Unternehmen bei EUR 125 Mrd. (+2,5% ggü. Vq.), wovon allerdings fast die Hälfte auf Deutschland entfiel. In Q4 folgte dann sogar eine moderate Schrumpfung des ausstehenden Kreditvolumens (EUR -33 Mrd., -0,6%). Der 12-Monats-Vergleich verringerte sich spürbar von über 8% auf 5,5%.

... nach Fristigkeit\*

3



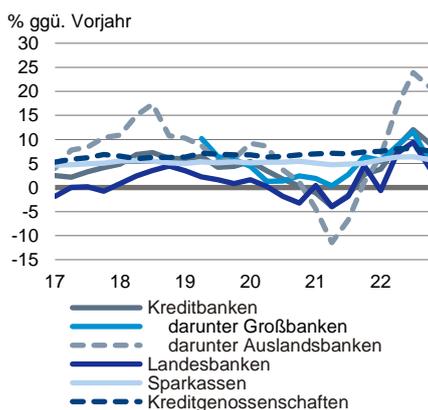
\* ohne sonstige Finanzinstitute  
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Hinsichtlich einzelner **Branchen** in Deutschland hielt das starke Kreditwachstum in der Breite in H2 an. Zum einen waren es Hilfskredite der staatlichen Förderbanken an Energieunternehmen, die von der Gaskrise unmittelbar betroffen sind – sie werden statistisch in verschiedenen Wirtschaftszweigen erfasst: Verkehr (inkl. Energietransport) (Kreditbestand im Dezember +16 ½% ggü. Vorjahr), Handel (+14%) und Versorger/Bergbau (+7 ½%, nach einer teilweisen Rückzahlung zum Jahresende aufgrund der Verstaatlichung und damit verbundenen Eigenkapitalzufuhr bei einem großen Gasimporteureur). Zusammen kamen diese drei Bereiche in den letzten sechs Monaten auf Notkredite von gut EUR 13 Mrd.

Aber selbst ohne die Notkredite war der Kreditanstieg der höchste in einem Q3 seit der Euro-Einführung und der zweithöchste in einem Q4 seit der Finanzkrise 2008. So kletterten die Kreditvolumina mit dem Verarbeitenden Gewerbe im Gesamtjahr um 9,1%. Mit viel Schwung entwickelten sich auch die Darlehen an Dienstleister (+6,9%). Lediglich bei den Selbstständigen war zuletzt etwas die Luft raus (+3,5%).

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute  
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

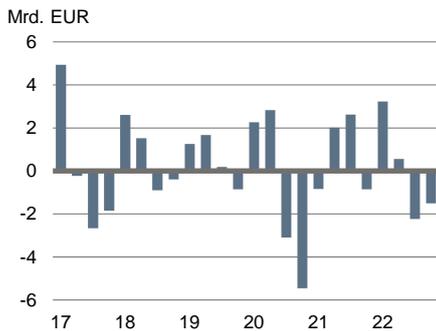
Unter den einzelnen Industriebranchen ist die Bandbreite weiterhin sehr groß. Spitzenreiter bleiben Kernbranchen der deutschen Volkswirtschaft – die Chemie (+31% ggü. Vj.), gefolgt vom Maschinenbau/Auto (+15%). Am anderen Ende des Spektrums liegen Metall und Ernährung (jeweils +3%) sowie Baustoffe, die als einziger Wirtschaftszweig sogar ein schrumpfendes Kreditbuch verzeichnen (-2%). Die Dienstleistungsbranchen werden unverändert von den Beteiligungsgesellschaften angeführt (+17%). Ebenso dynamisch läuft das Geschäft (immer noch) bei den Wohnungsunternehmen (+8%) sowie den unternehmensnahen Dienstleistungen, d.h. Telekom/Beratung/Werbung (+7%), während zwei Branchen, die während der Corona-Pandemie im Zentrum des Interesses standen, in den vergangenen 12 Monaten kaum zulegen konnten: Tourismus/Gastronomie (+2%) und Gesundheit (+3%).



## Kreditvergabe: Jetzt folgt der Kater – Konjunktur kommt mit blauem Auge davon

### Commercial Paper inländischer Nichtbanken, Nettoemission

5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bei den sonstigen Branchen expandieren die Kredite an den Bau – sicher nicht zuletzt inflationsbedingt – sehr stark (+11%), während Ausleihungen an die Landwirtschaft weiter fast stagnieren (+1%).

Mit Blick auf die **Fristigkeiten** zeigen sich einmal mehr die krisenbedingten Treiber des jüngsten Kreditbooms, der allerdings auf einer ungebrochen robusten Grunddynamik aufbaut. So erhöhten sich die langfristigen Kredite (Laufzeit > 5 Jahre) um 5,3% ggü. Vj. Ein deutlich höheres Wachstumstempo legten die mittel- (+17%) und kurzfristigen Kredite hin (Laufzeit < 1 Jahr; +18%, mit Brems Spuren am aktuellen Rand). Hier schlug sich der akute Liquiditätsbedarf der Energie-, aber eben auch vieler anderer Unternehmen nieder.

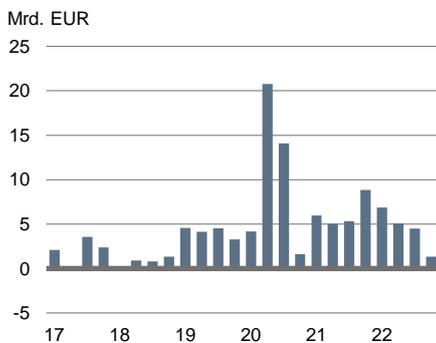
Vom Kreditboom profitierten zwischenzeitlich viele **Bankengruppen**. Die allermeisten von ihnen erzielten in Q3 das höchste Wachstum im Vorjahresvergleich seit Beginn der Währungsunion, die Auslandsbanken seit der Übernahme der Hypovereinsbank durch die italienische Unicredit 2005. Mittlerweile hat sich das Bild wieder stärker differenziert: Die Hilfskredite im Zuge der Energiekrise brachten die Förderbanken (einschl. DZ Bank) an die Spitze (+28% ggü. Vj.), wie schon in der Corona-Zeit. Dahinter liegen die Auslandsbanken (+21%). Erst mit großem Abstand folgen die Genossenschaftsbanken (+7,6%), Sparkassen (+5,8%), Großbanken (+5,4%) und Landesbanken (+4,1%).

### Andere Finanzierungsquellen

Der Markt für **Commercial Paper** von Nichtbanken hat im Gesamtjahr 2022 stagniert. An ein gutes H1 schloss sich – wie so oft – ein schwaches zweites Halbjahr an, sodass unter dem Strich eine Nettoemission von gerade einmal EUR 24 Mio. zu Buche stand.

### Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission

6



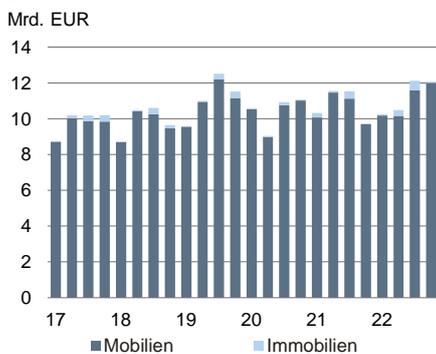
Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Bei **Unternehmensanleihen** haben sich in H2 zunehmend mehrere Gegenwinde bemerkbar gemacht: i) deutlich höhere Zinsen, ii) fehlende Stützungskäufe der EZB und iii) die anstehende Verringerung des von der EZB gehaltenen Portfolios durch Auslaufen der Papiere und ausbleibende Reinvestitionen („Quantitative Tightening“). Nach ordentlichen EUR 4,5 Mrd. in Q3 wurden in Q4 netto nur noch Papiere in Höhe von EUR 1,3 Mrd. ausgegeben. Für 2022 insgesamt ergab sich damit eine weitgehende Normalisierung auf einem Niveau von EUR 18 Mrd. Im Eurogebiet als Ganzes sah es deutlich schlechter aus. Hier brach die Emission auf gerade einmal EUR 9,6 Mrd. ein – verglichen mit sonst üblichen EUR 60-80 Mrd. Außerhalb Deutschlands schrumpfte das Marktvolumen.

Das **Leasing** hat nach einem sehr guten H2 im Gesamtjahr mit einem Plus von 4% ggü. 2021 auf EUR 44,9 Mrd. (Neugeschäft) abgeschnitten. Dank eines Schlussspurts kam das größte Einzelsegment, das Pkw-Geschäft, noch auf einen leichten Zuwachs von 2%. In den ebenfalls bedeutenden Kategorien Lkw & Busse sowie Maschinen gab es eine Steigerung von zusammen 5%. Mit am erfolgreichsten lief es in der Büroelektronik (+14%). Der kleine, aber recht volatile Immobilienbereich konnte um 23% auf knapp EUR 1 Mrd. zulegen.

### Leasinggeschäft, Neu volumen\*

7



\* Statistischer Bruch in Q1 2018. Entspricht nicht dem Gesamtmarkt.  
Quelle: BDL

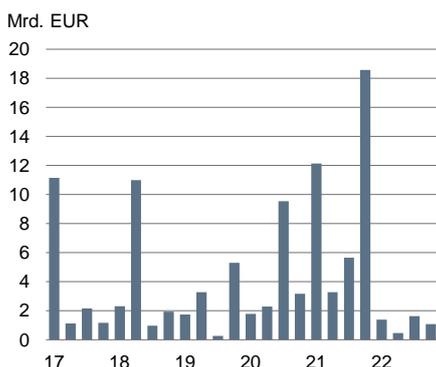
Das Umfeld für **Aktienemissionen** blieb in den vergangenen Monaten schwierig. Es gab zwar einen größeren Börsengang im Automobilsektor, allerdings kamen in diesem Fall keine neuen Aktien auf den Markt. Ebenso nicht enthalten ist die Kapitalzufuhr (von > EUR 20 Mrd.) im Zuge der Verstaatlichung eines großen Energieimporteurs. Davon abgesehen fanden auch in H2, trotz zuletzt wieder steigender Kurse, keine größeren Kapitalerhöhungen oder Börsengänge statt. Somit betrug das Volumen im Gesamtjahr lediglich EUR 4,6 Mrd., der schwächste Wert seit 2016.

### Einlagenvolumen

Nach einem außergewöhnlichen Plus in Q3 – dem mit EUR 64,5 Mrd. nominal größten seit der Wiedervereinigung – normalisierten sich die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen in Q4 etwas, wie auch auf der Kreditseite. Ein

### Aktienemissionen inländischer Unternehmen (einschl. Finanzinstitute)

8



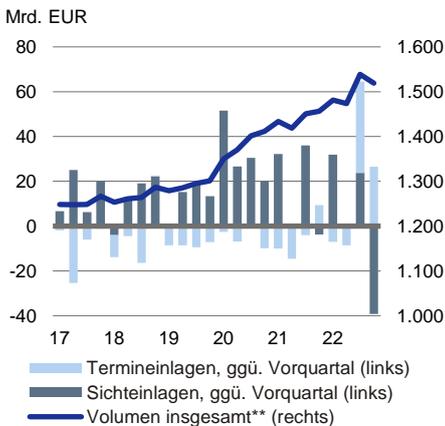
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



## Kreditvergabe: Jetzt folgt der Kater – Konjunktur kommt mit blauem Auge davon

Sicht- und Termineinlagen von inländischen Unternehmen & Selbstständigen\*

9



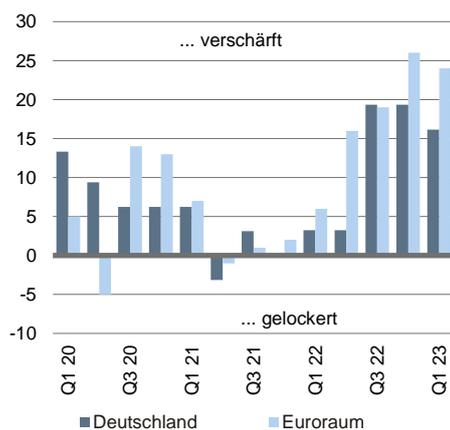
\* einschließlich sonstiger Finanzinstitute  
\*\* Enthält Anstieg um EUR 1,1 Mrd. in Q3 20 aufgrund statistischer Umklassifizierungen.

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

moderater Rückgang von EUR 12,8 Mrd. reduzierte den 12-Monats-Vergleich auf 4,7%. Selbst in Q3 war die Veränderungsrate allerdings niedriger als in der Corona-Zeit und bleibt auch aktuell deutlich hinter dem Kreditwachstum zurück, was für einen Abbau der „Vorsichtskasse“, eventuell aber auch für Liquiditätsprobleme bei manchen Unternehmen sprechen könnte. Zwischenzeitlich hatten dieselben Faktoren, die zur massiven Kreditausweitung führten, auch zur stärkeren Einlagenhaltung beigetragen – insbesondere der erhöhte Bedarf an Working Capital, die Unsicherheit mit Blick auf den Krieg in der Ukraine, den Fortgang der Inflation und die Energiekrise sowie die Sorgen vor einer Rezession. Hinzu kommen die steigenden Zinsen auch für Einlagen, selbst wenn diese mit der Erhöhung der Inflationsraten bislang nicht Schritt halten konnten und die reale Verzinsung damit sogar noch negativer geworden ist. Zumindest aus einer reinen Cashflow-Sicht sind Bankeinlagen für Unternehmen heute weniger unattraktiv als vor einem Jahr. Bemerkenswert: Die praktisch mehr als ein Jahrzehnt anhaltende Substitution, die strukturelle Umschichtung von Termin- in Sichteinlagen, ist zu Ende. Grund dürften vor allem die verbesserten Zinskonditionen sein (Details siehe unten). Die Termingelder sprangen in H2 um insgesamt EUR 67 Mrd. in die Höhe, das entspricht ungefähr dem kombinierten Minus der Jahre 2019-21. Gleichzeitig waren die Sichteinlagen rückläufig (EUR -15 Mrd.). Sie brachen zwischen September und Dezember ein, nachdem sie im Vorquartal noch gestiegen waren. Solange sich hier die Zinsen von den allgemeinen Markttrends abgekoppelt haben, dürfte sich das langjährige Wachstum der Sichteinlagen nicht mehr fortsetzen.

Bank lending survey: Kreditstandards für Unternehmen\*

10



\* Q1 23 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

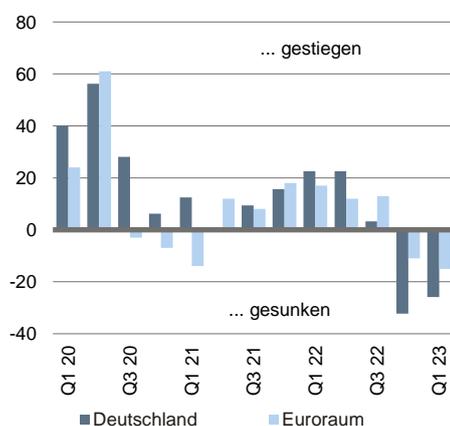
### Ergebnisse des Bank lending surveys der EZB

Im zweiten Halbjahr verschärfen die Banken die allgemeinen **Kreditstandards** moderat (gemeldet von netto jeweils 19% der Institute in Q3 sowie Q4). Das ist etwas mehr als zu Beginn der Corona-Pandemie, aber kein Vergleich mit der Finanzkrise. Ähnlich sah es bei tatsächlich vergebenen Krediten aus; auffällig hier nur, dass die Marge bei durchschnittlichen Krediten stärker ausgeweitet wurde als bei riskanteren (gemeldet von je 29% bzw. 19% der Banken). Die größere Zurückhaltung der deutschen Banken bei „Standard“-Krediten war auch der einzige wesentliche Unterschied zur Branche im Euroraum insgesamt.

Während die **Kreditnachfrage** in Deutschland nach zuvor starken Zuwächsen in Q3 effektiv noch stagnierte, ließ sie in Q4 deutlich nach (berichtet von 32% der Banken). Hauptbremsen waren eine geringere Investitionsneigung und die massiv gestiegenen Zinsen. In Euroland als Ganzes fiel der Rückgang weniger kräftig aus (11%).

Bank lending survey: Nachfrage nach Unternehmenskrediten\*

11



\* Q1 23 erwarteter Wert

Quellen: Bundesbank, EZB

Für das **laufende Quartal** erwarten die deutschen Banken eine Fortsetzung des jüngsten Trends, d.h. eine weitere Verschärfung der Kreditstandards und ein spürbares Minus bei der Kreditnachfrage. Fundamental anders sieht es auch beim Aggregat der EWU-Banken nicht aus.

### Zinssätze

Im **Kredit-Neugeschäft** hat sich die beispiellose Zinsrallye der letzten Monate bis zum Jahresende fortgesetzt. Einzig bei Krediten mit langer Zinsbindungsfrist (> 5 Jahre) kletterten die Zinsen zuletzt etwas mit angezogener Handbremse (sie liegen mit durchschnittlich 3,3% auch unter den kürzeren Fristen, was die Markterwartung widerspiegelt, dass die Zinsen in nicht zu ferner Zukunft schon wieder sinken dürften). Kleinere Kredite (< EUR 1 Mio.) an Kapitalgesellschaften und Kredite an Selbstständige und Personengesellschaften kosten aktuell mehr als 4% und damit so viel wie letztmals 2011.

Auf der Einlagenseite ist bemerkenswert, wie sehr die Zinsen für **Sichteinlagen** (immer noch nur 11 Bp.) und die für **Termingelder** (schon 1,7%) auseinander laufen. Das wird sehr wahrscheinlich nicht von Dauer sein.

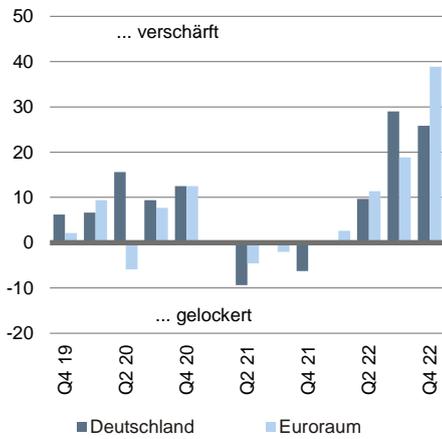
Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



## Kreditvergabe: Jetzt folgt der Kater – Konjunktur kommt mit blauem Auge davon

Bank lending survey: Kreditkonditionen für Unternehmen insgesamt

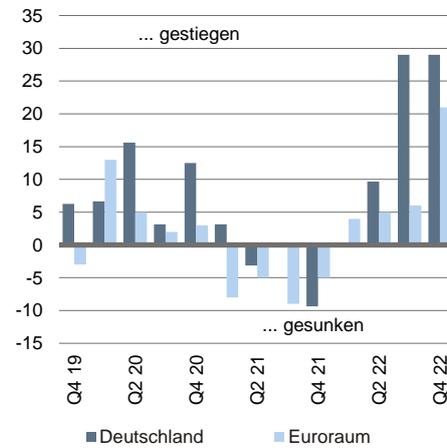
12



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite

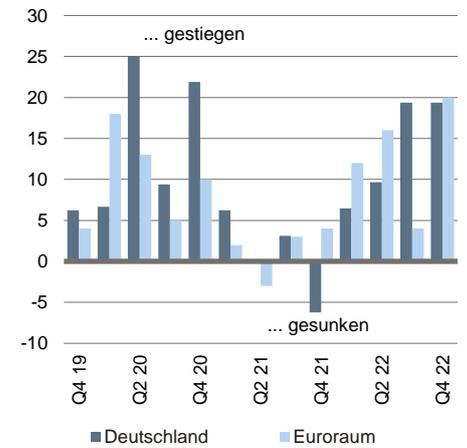
13



Quellen: Bundesbank, EZB

... darunter Margen für riskantere Unternehmenskredite

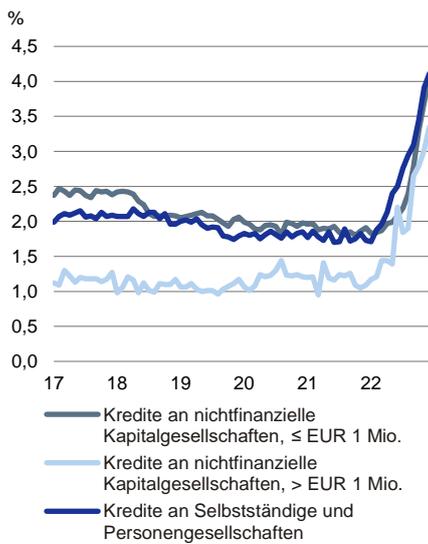
14



Quellen: Bundesbank, EZB

Ø-Zins im Kredit-Neugeschäft, nach Kredithöhe

15



Quelle: EZB

... nach Zinsbindungsfrist

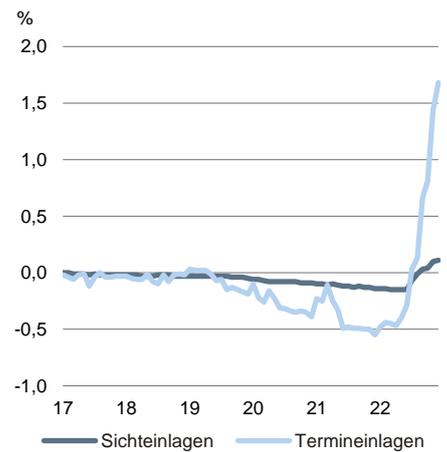
16



Quelle: EZB

Ø-Zins auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

17



Quelle: EZB

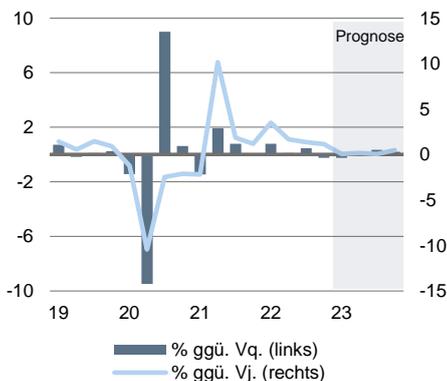


## Stabile Wirtschaft trotz technischer Rezession im Winter

- Ende des vergangenen Sommerhalbjahres sorgte der private Verbrauch noch einmal für deutliche Wachstumsimpulse. Auch von den Ausrüstungsinvestitionen kam in Q3 Rückenwind. Dagegen dämpften vor allem die Bauinvestitionen das Wachstum. In Q4 schrumpfte das BIP dann im Vorquartalsvergleich leicht. Laut Statistischem Bundesamt war insbesondere der private Verbrauch rückläufig.
- Dank verbesserter ökonomischer Rahmenbedingungen haben wir die Wachstumsprognose für 2023 nach oben revidiert. Eine Gasrationierung ist nun unwahrscheinlich, die Energiepreise sind zurückgegangen und Chinas Wirtschaft dürfte im Jahresverlauf mehr Schwung gewinnen als zunächst erwartet. Daher könnte das deutsche BIP zumindest das Vorjahresniveau erreichen. Dennoch ist im Winter 2022/23 eine technische Rezession zu erwarten.

Nur leichte technische Rezession im Winter 2022/23 zu erwarten

18



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Schwaches Q4 könnte leichte technische Rezession einläuten

Laut Erstmeldung des Statistischen Bundesamtes schrumpfte das deutsche BIP in Q4 2022 um 0,2% ggü. Vq. Wie üblich gab es dazu nur eine knappe verbale Einschätzung (Details am 24. Feb.), wonach insbesondere der private Verbrauch rückläufig war. Bis dahin hielt sich die deutsche Wirtschaft noch überraschend robust. In Q3 legte das BIP um 0,5% ggü. Vq. zu. Trotz schon deutlicher Kaufkraftverluste (Verbraucherpreisindex in Q3: 8,5% ggü. Vj.) stützte vor allem die Nachfrage der privaten Haushalte das Wachstum. Auch von den Ausrüstungsinvestitionen kamen leichte positive Impulse. Im Gegensatz dazu dämpften die Bauinvestitionen, die Nettoexporte und die Vorratsveränderungen das Wachstum. Die staatlichen Konsumausgaben blieben in Q3 unverändert. Im Jahresdurchschnitt 2022 konnte die deutsche Wirtschaft trotz zunehmender Gegenwinde um 1,8% (2021: 2,6%) expandieren.

## Wachstumsprognose für 2023 nach oben angepasst

Wenngleich sich wichtige ökonomische Rahmenbedingungen zwischenzeitlich verbessert haben, dürfte der Start in das laufende Jahr ähnlich schwach ausfallen wie das Schlussquartal 2022. Die Wirtschaftsleistung könnte in Q1 erneut um etwa ¼% ggü. Vq. schrumpfen. In diesem Fall würde die technische Rezession jedoch weit schwächer ausfallen als noch Anfang Herbst 2022 zu befürchten war. Daher haben wir unsere Wachstumsprognose für das Jahr 2023 um 1 %-Punkt nach oben angepasst. Das deutsche BIP dürfte im Durchschnitt des laufenden Jahres auf Vorjahresniveau verbleiben und nicht zurückgehen, wie noch im Herbst 2022 zu befürchten war.

Zu den positiven Faktoren zählen die günstigen Gasspeicherstände, gesunkene Energiepreise, die diversen staatlichen Unterstützungen und nicht zuletzt die reduzierten Verbräuche der Haushalte und Unternehmen. Auf Jahressicht dürfte die deutsche Wirtschaft auch von der umfassenden Rücknahme der Pandemiebeschränkungen in China profitieren. Die von uns in der zweiten Jahreshälfte erwartete US-Rezession könnte allerdings einen Teil dieser positiven außenwirtschaftlichen Dynamik ausbremsen. Die Binnennachfrage dürfte erst einmal noch vom inflationsbedingt hohen Kaufkraftverlust der privaten Haushalte bestimmt werden. Zudem ist zu erwarten, dass die Bauinvestitionen weiter unter dem Zinsumfeld leiden werden.

Deutschland: Konjunkturprognose

19

% ggü. Vj.	2021	2022	2023P
Reales BIP	2,6	1,8	0,0
Privater Konsum	0,4	4,6	0,5
Staatsausgaben	3,8	1,1	1,1
Anlageinvestitionen	1,2	0,2	-1,9
Ausrüstungen	3,5	2,5	-1,1
Bau	0,0	-1,6	-4,3
Lager, %-Punkte	0,5	0,6	0,2
Exporte	9,7	3,2	3,4
Importe	9,0	6,7	4,3
Nettoexport, %-Punkte	0,8	-1,3	-0,3
VPI (nat. Def.)	3,1	6,9	6,5*
Staatsverschuldung, % BIP	68,6	67,7	66,1
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,3	5,4
Budgetsaldo, % BIP	-3,7	-2,6	-2,6

\*Prognose basiert auf dem Datenstand vor [Veröffentlichung der Revisionsergebnisse am 22.02.2023](#).

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

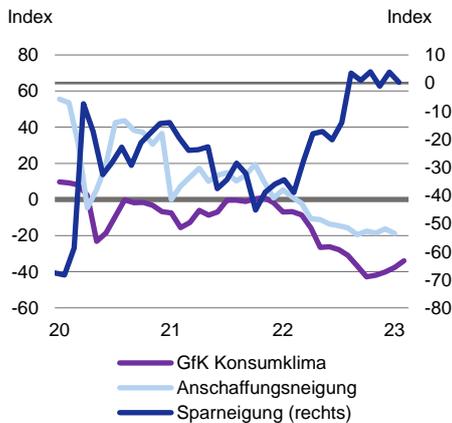


## Kreditvergabe: Jetzt folgt der Kater – Konjunktur kommt mit blauem Auge davon

### Privater Verbrauch robust im Sommer, danach aber schwächer

Konsumklima im Herbst auf Tiefpunkt, vorerst ist Sparen Trumpf

20



Trotz bereits deutlich gestiegener Verbraucherpreise und spürbar eingetrübtem Konsumklima expandierte der private Verbrauch in Q3 um 1% ggü. Vq. (Q2: 0,9%) und stützte das BIP-Wachstum mit 0,5 %-Punkten. Vor allem die Nachfrage nach tourismusbezogenen Dienstleistungen (Beherbergungen und Gaststätten Q3: 5,9% ggü. Vq.) sorgte für Rückenwind. Hingegen schrumpften die realen Einzelhandelsumsätze (Q3: -0,7% ggü. Vq.) schon leicht. In Q4 beschleunigte sich deren negative Dynamik (-2,7% ggü. Vq.) dann noch weiter. Auch die bis November vorliegenden Dienstleistungsumsätze von Beherbergungen und Gastgewerbe schwächten sich zuletzt deutlich ab. Die allgemeine Unsicherheit, anhaltende Konjunktursorgen sowie der rasante Anstieg der Verbraucherpreise (VPI-Spitzenwert von 10,4 % ggü. Vj. im Okt.) ließen das Verbrauchervertrauen im Oktober auf ein Rekordtief von -42,8 abstürzen. All diese Daten untermauern den vom Statistischen Bundesamt für Q4 bereits verbal ange deuteten Rückgang des privaten Verbrauchs. Fiskalische Unterstützungen („Dezember-Abschlag“, Absenkung der MwSt. für Gaslieferungen auf 7%) und Nachholeffekte beim Kauf von Kraftfahrzeugen (Neuzulassungen (VDA) Q4: 29,6% ggü. Vj.) dürften das Ausmaß aber begrenzt haben.

Privater Verbrauch war im Sommer 2022 ein Stabilitätsanker

21

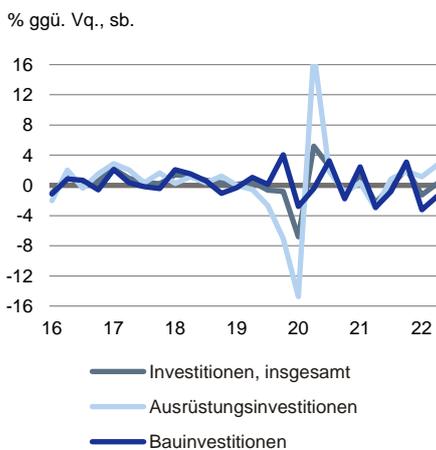


Der Verlust realer Kaufkraft, ein weiterhin gedämpftes Konsumklima und nicht zuletzt ein negativer Überhang dürften im Vorquartalsvergleich auch in Q1 für einen zumindest leicht rückläufigen privaten Verbrauch sorgen. Im Verlauf des Sommers dürfte dann aber eine Erholung einsetzen, sodass im Gesamtjahr 2023 ein Wachstum des Konsums der privaten Haushalte von etwa ½% zu erwarten ist.

### Bauinvestitionen in Q3 weiter rückläufig, Ausrüstungen mit mehr Schwung

Bauinvestitionen in Q3 weiter rückläufig, Ausrüstungen gewinnen an Schwung

22



Die Bruttoanlageinvestitionen legten in Q3 nur leicht (0,2% ggü. Vq.) zu. Maßgeblich war der erneute Rückgang der Bauinvestitionen um 1,4% ggü. Vq. (Q2: -3,2%), der das BIP-Wachstum in Q3 um 0,1 %-Punkte dämpfte. Anhaltend hohe Baupreise (Q4: 16,9% ggü. Vj., Q3: 16,5%) und deutlich gestiegene Bauzinsen bremsen die Bauinvestitionen empfindlich. Während die Meldungen von Materialengpässen (Q4: 26,4; Q3: 32,7) spürbar zurückgegangen sind, fehlen weiterhin auf vielen Baustellen Fachkräfte. Zudem zogen die Stornierungen von Wohnungsbauprojekten im Verlauf von Q4 (ifo Nov: 16,7%) deutlich an und lagen auch im Januar noch bei knapp 14%. Diese Faktoren lassen auch im Winterhalbjahr nur eine schwache Entwicklung der Bauinvestitionen erwarten. Für das Gesamtjahr 2023 zeichnet sich eine schwere Baurezession ab, die Bauinvestitionen könnten um 4 ½% zurückgehen.

Bei den Ausrüstungsinvestitionen (Q3: 2,7% ggü. Vq.; Q2: 1,1%) setzte sich der Aufwärtstrend im Sommerhalbjahr fort. Sie stützten das Wirtschaftswachstum mit 0,2 %-Punkten. Nachlassende Lieferengpässe und eine stabile Kapazitätsauslastung (Q3: 85%) dürften dazu beigetragen haben, dass die inländischen Investitionsgüterumsätze in Q3 um 4,7% ggü. Vq. zulegen konnten. Die im Schlussquartal deutlich rückläufigen Auftragseingänge (-4% ggü. Vq.) dürften, zusammen mit der anhaltend gedrückten Stimmung in der Industrie (PMI Q4: 46,1), zu einer spürbar nachlassenden Dynamik der Ausrüstungsinvestitionen geführt haben. Im Jahr 2023 könnten sie um gut 1% schrumpfen.

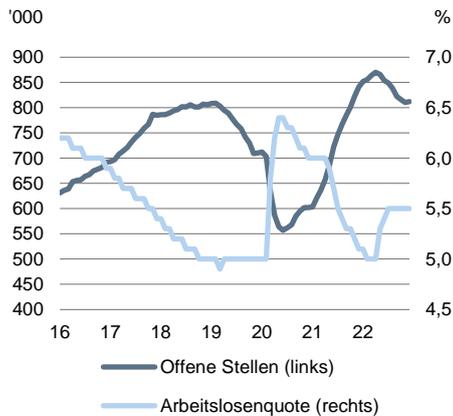
### Arbeitsmarkt stabil auch zum Jahreswechsel 2022/23

Der deutsche Arbeitsmarkt ist nach wie vor ein Stabilitätsanker für die deutsche Wirtschaft. In saisonbereinigter Rechnung legte die Erwerbstätigkeit in Q3 und



## Kreditvergabe: Jetzt folgt der Kater – Konjunktur kommt mit blauem Auge davon

### Deutscher Arbeitsmarkt weiter stabil, Sonderfaktor ukrainische Kriegsflüchtlinge 23

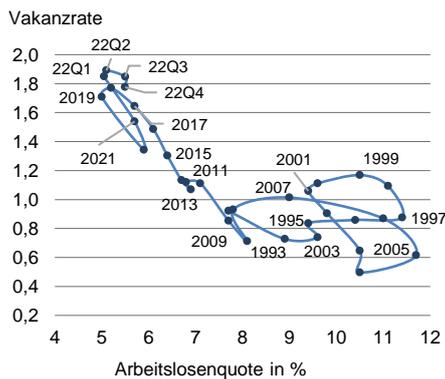


Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Q4 jeweils um 1,1% ggü. Vj. zu, auf einen neuen Höchstwert von 45,7 Mio. (nicht saisonbereinigt 45,9 Mio.) im Q4. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung entwickelte sich ähnlich gut und erreichte nach vorläufiger Schätzung im November einen Rekordstand von 34,65 Mio. Personen. Gleichwohl ließ die positive Dynamik des Stellenaufwuchses im Vorjahresvergleich zuletzt etwas nach. Zwar melden laut ifo-Befragung viele Unternehmen (Nov: 43,6%) einen Mangel an Fachkräften, jedoch besteht häufig eine Diskrepanz zwischen dem Anforderungsniveau der zu besetzenden Stellen und den Qualifikationen potenzieller Arbeitskräfte. Diese sogenannten Probleme des „Job-Matchings“ lassen sich mit einer „Beveridge-Kurve“ illustrieren.

Im Zuge der stetigen Beschäftigungsausweitung wäre auch ein weiterer Rückgang der Arbeitslosigkeit zu erwarten gewesen. Dem stand zum einen aber der Sonderfaktor der Registrierung erwerbsfähiger Flüchtlinge aus der Ukraine entgegen, die seit 1. Juni über die Jobcenter Sozialleistungen beziehen können und damit auch in der Arbeitsmarktstatistik erfasst werden.<sup>1</sup> Zum anderen nahm aber auch die um diesen Sondereffekt bereinigte Arbeitslosenzahl von August bis November um gut 40.000 Personen zu. Im Dezember und Januar war sie aber wieder rückläufig (insg. -15.000 (sb)).

### Beveridge-Kurve für Deutschland 24



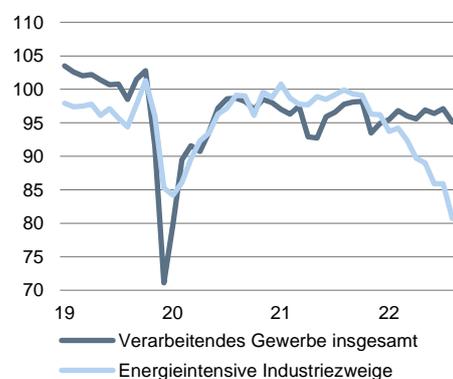
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

## Tarifverhandlungen für rund 11 Mio. Beschäftigte

Angesichts der massiven inflationsbedingten Kaufkraftverluste dürften vor allem Forderungen der Arbeitnehmer nach kräftigem Inflationsausgleich den Ton in den Tarifverhandlungen des Jahres 2023 angeben. Beispielsweise fordert die Gewerkschaft ver.di für den Öffentlichen Dienst von Bund und Gemeinden eine Entgeltsteigerung von 10,5% (zweite Verhandlungsrunde am 22./23. Feb.). Insgesamt werden im kommenden Jahr für knapp 11 Mio. Arbeitnehmer neue Tarifverträge ausgehandelt. Zu den größten Gruppen (knapp oder mehr als 1 Mio. Beschäftigte) zählen der schon genannte Öffentliche Dienst von Bund und Gemeinden, der Einzelhandel in den verschiedenen Regionen, wie auch der Groß- und Außenhandel und nicht zuletzt der Öffentliche Dienst der Länder (ohne Hessen). Diese, aber auch die vielen kleineren Bereiche, dürften sich wohl an den Tarifabschlüssen in der Metall- und Elektroindustrie oder dem der chemischen Industrie orientieren. Diese sind eine Kombination aus noch relativ moderaten prozentualen Lohnsteigerungen und kräftigen Einmalzahlungen in Form von steuer- und abgabenfreien „Inflationsausgleichsprämien“. Nach diesem Muster dürften die Tariflöhne in Jahr 2023 um gut 4% zulegen. Dank der zu erwartenden Einmalzahlungen könnten die Effektivverdienste sogar um gut 5% ansteigen.

### Produktion energieintensiver Industriezweige deutlich zurückgegangen 25

Index, 2015 = 100, sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Deutsche Industrie hält sich wacker

Angesichts der Gegenwinde aus Richtung der Energie- und anderer Erzeugerpreise hielt sich das Verarbeitende Gewerbe in H2 2022 relativ robust. Die Produktion legte in Q3 um 0,5% ggü. Vq. (Q2: -0,9%) zu und stagnierte in Q4. Das darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass vor allem die energieintensiven Industriezweige (u.a. Chemie, Metallherzeugung, Glas, Verarbeitung Steine und Erden) ihre Produktion zum Teil deutlich zurückführen.

Stabilisiert wurde die Entwicklung hauptsächlich durch die Fertigung von Fahrzeugen und -teilen sowie durch den sonstigen Fahrzeugbau. Ein allgemein unterstützender Faktor war die Entspannung der Materialengpässe. Im Januar meldeten laut ifo-Befragung „nur“ noch gut 48% der Industrieunternehmen, von

<sup>1</sup> Im Januar 2023 waren 188.885 Personen ukrainischer Staatsangehörigkeit als arbeitslos erfasst und 345.839 in Unterbeschäftigung (u.a. Integrationskurse, entlastende arbeitsmarktpolitische Maßnahmen oder zeitweise arbeitsunfähig).



## Kreditvergabe: Jetzt folgt der Kater – Konjunktur kommt mit blauem Auge davon

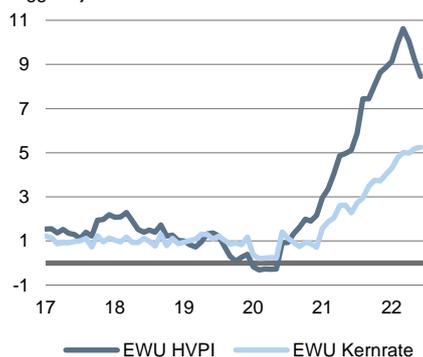
Knappheiten betroffen zu sein, während es zu Beginn von Q3 noch gut 73% waren. Der deutsche Außenhandel und damit auch das Verarbeitende Gewerbe dürfte vom Anziehen der Konjunktur in China (BIP 2023: 6%) Rückenwind erfahren. Allerdings könnte dieser Schwung von einer US-Rezession in der zweiten Jahreshälfte ausgebremst werden.

### EZB: Leitzinsprognose um 50 Bp. angehoben, auf 3,75% im Juni

Kerninflation in der EWU erweist sich bislang als hartnäckig

26

% ggü. Vj.



Quelle: Eurostat

Aufgrund der aktuellen Wirtschaftsentwicklung in der EWU (robuster Arbeitsmarkt, hartnäckige Kerninflation) und der Kommentare von EZB-Ratsmitgliedern erwarten wir nun im März und im Mai Zinsanhebungen um je 50 Basispunkte (Bp.), gefolgt von weiteren 25 Bp. im Juni. Die Zielrate des Einlagensatzes erwarten wir somit nun bei 3,75% (zuvor 3,25% im Mai). Dabei dürfte die EZB zunehmend datengetrieben agieren. Im März wird die EZB zudem mit dem Abschmelzen der Zentralbankbilanz beginnen. Dafür sollen die APP-Reinvestitionen von März bis Juni um durchschnittlich EUR 15 Mrd. pro Monat reduziert werden. Darüber hinaus sind weitere TLTRO- Rückzahlungen fällig.

### Zinssenkungen wohl nicht vor Mitte 2024

Die Entscheidung, wie lange das Leitzinsniveau von 3,75% beibehalten werden soll – und wann implizit mit einer Senkung der Zinssätze zu rechnen ist – wird auf der Überzeugung beruhen, dass die Inflation(-serwartungen) mittelfristig wieder nachhaltig bei 2% verankert sind. Dahingehend lassen wir unser Basisszenario vorerst unverändert und rechnen ab Juni 2024 mit Zinssenkungen von je 25 Bp. pro Quartal, bis Ende 2025 ein weitgehend neutrales Niveau (2 %) erreicht sein wird.

Je höher die Leitzinsen angehoben werden, desto größer wird die Gefahr, dass die EZB die Zügel zu stark anzieht. Angesichts des derzeit robusten Arbeitsmarktes mag die Gefahr nicht übermäßig groß erscheinen, jedoch wirkt die Straffung der Geldpolitik mit einer langen Verzögerung. Wenn sich die Risiken dann doch realisieren, könnte dies infolge der Verzögerungseffekte aber erst im Nachhinein offenbar werden. Die Kreditvergabe der Banken könnte in einem solchen Szenario wahrscheinlich erste Hinweise geben. In dieser Situation könnte die EZB die Zinssätze auch früher als Mitte 2024 und schneller als die 25 Bp. pro Quartal senken.

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.