



Unternehmensfinanzierung

AKTUELL

29. August 2024

Inhalt/Überblick

Konjunkturelle Entwicklung

Enorme strukturelle Herausforderungen belasten

2

Lage der Unternehmen

Unternehmensinsolvenzen wieder auf Vor-Corona-Niveau

4

Kreditvergabe

Widriges Makroumfeld hemmt Nachfrage, Banken stabil, NPL-Quoten historisch niedrig

5

Europa nach der Wahl

Große Herausforderungen, Fokus muss auf Rahmenbedingungen bleiben

7

Privates Kapital für die Energiewende

Positionspapier des Bankenverbandes

8

Kapitalmarkt

Finanzierung über Anleihen wird ab 2025 in Deutschland steuerlich unattraktiv

9

Konjunkturelle Entwicklung

Erholung lässt weiter auf sich warten

Die deutsche Wirtschaft steckt weiterhin in einer mehrjährigen Schwächephase fest. Nach einem Jahresstart, der mit einem leichten Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2024 (+0,2 % ggü. Vq.) positiv überrascht hat und somit Grundlage für bessere Konjunkturerwartungen im weiteren Jahresverlauf war, haben die jüngsten Wirtschaftsdaten auf breiter Front enttäuscht.

Entgegen fast sämtlicher Erwartungen ist die gesamtwirtschaftliche Leistung in Deutschland von April bis Juni dieses Jahres sogar leicht gesunken (-0,1 % ggü. Vq.). Der Rückgang war vor allem auf geringere Investitionen in Ausrüstungen und Bauten zurückzuführen. Die Ausrüstungsinvestitionen gingen um 4,1 % gegenüber dem Vorquartal zurück, die Bauinvestitionen sanken um 2 %.

Mehr noch: Auch wichtige Stimmungsindikatoren - zum Beispiel das Ifo-Geschäftsklima und der Einkaufsmanagerindex - haben von Juni bis August einen herben Rückschlag erlitten. Dadurch wird der Ausblick auf ein sich allmählich beschleunigendes Wirtschaftswachstum im weiteren Jahresverlauf empfindlich getrübt. Offenkundig belasten die enormen strukturellen Herausforderungen (Transformation der Wirtschaft, Energiewende, Neuausrichtung der globalen Produktions- und Lieferketten, demografischer Wandel und Digitalisierung) weiterhin massiv die Ertrags- und Investitionsperspektiven der Unternehmen am Wirtschaftsstandort. Anders als in der Vergangenheit gingen deshalb von der leichten Belebung der Weltwirtschaft im vergangenen Winterhalbjahr diesmal keine nennenswerten Impulse für die deutsche Wirtschaft aus. Die deutschen Exporte sind im zweiten Quartal 2024 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal gesunken. Auch die Produktion im produzierenden Gewerbe ist zurückgegangen (-1,3 % ggü. Vq.). Immerhin zeichnet sich wenigstens bei den Auftragseingängen zum Ende des ersten Halbjahrs eine gewisse Bodenbildung ab.

Leichte konjunkturelle Belebung in der zweiten Jahreshälfte

Gemessen an den konjunkturellen Frühindikatoren zeichnet sich vorerst keine deutliche Wirtschaftserholung im dritten Quartal 2024 ab. Hinzu kommt, dass zuletzt auch am globalen Konjunkturmilieu wieder etwas dunklere Wolken aufgezogen sind. So ist in den USA das Risiko für eine Rezession etwas gestiegen, da sich der Arbeitsmarkt nicht mehr so stabil präsentiert wie zunächst erwartet. Auch aus China werden keine kräftigen Impulse mehr erwartet. Die hohe Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung und die neuen geopolitischen Spannungen - insbesondere die jüngste Entwicklung im Nahen Osten - haben Anfang August 2024 vorübergehend zu kräftigen Kursverlusten an der Börse geführt.

Die bislang erwartete Wachstumsbeschleunigung zu Beginn der zweiten Jahreshälfte muss somit wohl eher in Richtung Jahresende geschoben werden. Größter Hoffnungsträger für die allmähliche wirtschaftliche Belebung bleibt der private Konsum. Die

gesunkene Inflation und Lohnabschlüsse mit Reallohnsteigerungen sollten die Konsumnachfrage anschieben. Vorläufig aber verharret der private Konsum auf niedrigem Niveau, zu Gunsten einer hohen Sparquote.

Im Jahresdurchschnitt 2024 wird die deutsche Wirtschaft gleichwohl nicht über eine Stagnation hinauskommen.

Wegen des geringeren „Rückenwinds“ aus dem laufenden Jahr wird auch die BIP-Prognose für 2025 leicht nach unten gedrückt. Aus heutiger Sicht ist im kommenden Jahr in Deutschland daher nur noch mit einem Wirtschaftswachstum von knapp 1 % zu rechnen. Gemessen an den enormen strukturellen Herausforderungen – Demografie, Schwäche des Investitionsstandorts, Digitalisierung, Transformation – wäre diese Rate aber entschieden zu schwach. Die Bundesregierung hat deshalb mit ihrer jüngsten „Wachstumsinitiative“ einen ersten Schritt angekündigt, um das zu geringe Wirtschaftswachstum zu stärken. Die Maßnahmen sollten jetzt rasch und umfassend umgesetzt werden. Für den dringend benötigten „Stimmungsimpuls“ ist allerdings auch diese „Wachstumsinitiative“ nicht ausreichend.

Inflationsrate könnte zum Jahresende wieder etwas anziehen

Der Rückgang der Inflationsrate kommt seit einigen Monaten nicht mehr weiter voran. Im Juli 2024 ist die Inflation wieder leicht gestiegen und lag in Deutschland bei 2,3 %, im Euroraum bei 2,6 % (jeweils ggü. Vj.). Die weniger volatile Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) verharrte im Euroraum zuletzt mit 2,9 % (ggü. Vj.) auf einem erhöhten Niveau. Dies ist vor allem auf die weiterhin kräftigen Preissteigerungen bei den Dienstleistungen zurückzuführen, die von einem kräftigen Lohnwachstum angetrieben werden.

In den nächsten beiden Monaten ist mit einem weiteren Abflauen der Inflation zu rechnen. Im September 2024 wäre ein zwischenzeitlicher Tiefpunkt bei rund 2 % möglich. Spätestens im Herbst dieses Jahres könnte die Teuerungsrate aber wieder anziehen. Dann dürften die aktuell preisdämpfenden Effekte durch den Rückgang der Energie- und Nahrungsmittelpreise nachlassen. Im Laufe des zweiten Halbjahres könnten auch die deutlichen Lohnerhöhungen stärker auf die Verbraucherpreise durchschlagen. Zum Jahresende ist daher in Deutschland und im Euroraum mit einer Inflationsrate von deutlich über 2 % zu rechnen. Für den Jahresdurchschnitt 2024 ergibt sich daraus in der Währungsunion eine Inflationsrate von etwa 2,5 %.

Weitere Leitzinssenkungen in diesem Jahr erwartet

Nachdem die Europäische Zentralbank (EZB) im Juni dieses Jahres die Leitzinsen um 25 Basispunkte gesenkt hat, legte sie im Juli 2024 eine Zinspause ein. Die EZB ist bei der Inflationsbekämpfung noch nicht am Ziel, insbesondere die Kerninflation erweist sich als recht hartnäckig. Das Risiko steigt, dass sich die Teuerung in der Währungsunion mittelfristig bei einer Rate von gut 2 ½ festsetzt. Daher sind aus unserer Sicht weitere Daten notwendig, die zeigen, dass die Inflationsrisiken erkennbar und anhaltend zurückgehen,

bevor die EZB die Zinsen weiter senkt. Gleichwohl ist durch die jüngsten Rückschläge bei den Konjunkturdaten die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass die europäischen Währungshüter – ebenso die US-Notenbank – die Leitzinsen im September dieses Jahres senken werden. Die Akteure an den Finanzmärkten erwarten einschließlich der Zinssenkung im September für das laufende Jahr derzeit sogar noch zwei bis drei weitere Zinssenkungen der EZB (jeweils 25 Basispunkte).

Lage der Unternehmen

Frühjahrs Hoffnung der Unternehmen zerschlägt sich

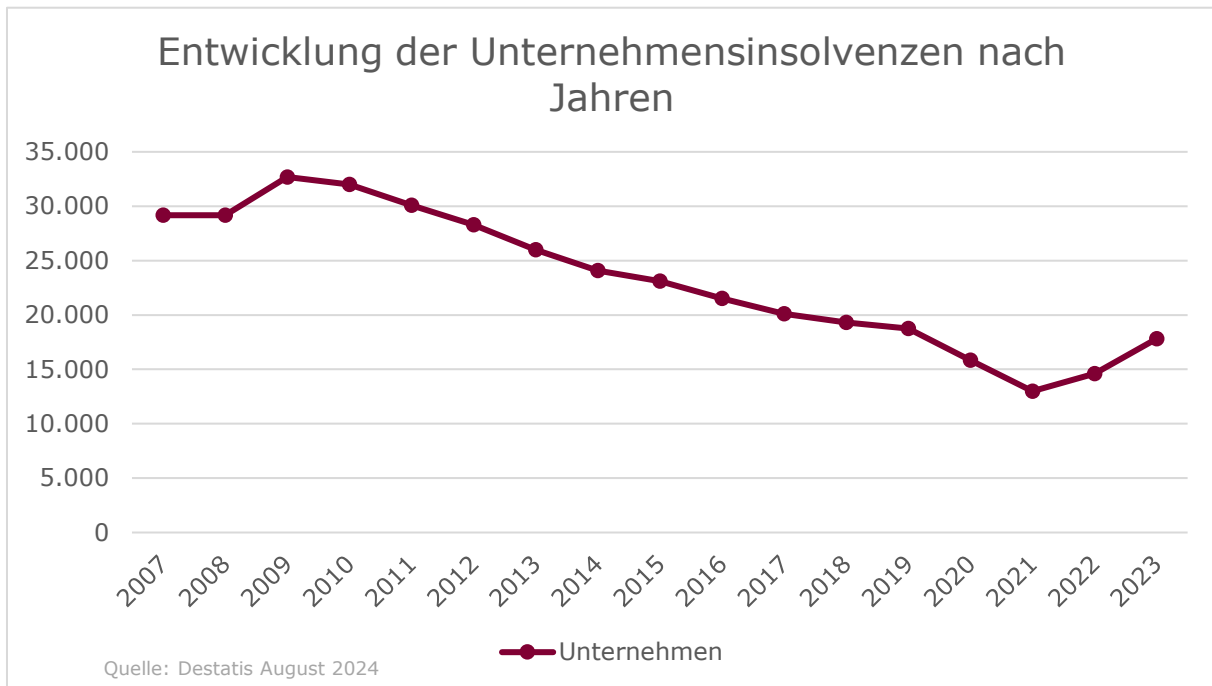
Von der schlechten Stimmung sind laut KfW-ifo-Mittelstandsbarometer Großunternehmen wie auch Mittelstand und kleinere Unternehmen gleichermaßen erfasst. In allen Größenklassen ist die Stimmungseintrübung am stärksten im **Dienstleistungsbereich** ausgeprägt und dort auf stark rückläufige Geschäftserwartungen zurückzuführen. Im Verarbeitenden Gewerbe senken rückläufige Auftragsbestände die Zukunftserwartungen der Unternehmen. Auch der Handel korrigiert die Bewertungen der laufenden wie auch künftigen Geschäfte weiter nach unten, vor allem im Einzelhandel. Ebenfalls getrübt ist die Stimmung im Bauhauptgewerbe.

Zum dritten Mal in Folge ist im August 2024 der Ifo-Geschäftsklimaindex gesunken, von 87 Punkten im Juli 2024 auf 86,6 Punkte im August 2024. Nicht nur Stimmung, sondern auch Lagebeurteilung und Geschäftserwartungen haben sich erneut eingetrübt um jeweils 0,6 Punkte auf 86,5 Punkte und 0,2 Punkte auf 86,8 Punkte. Damit beginnt das zweite Halbjahr 2024 mit **pessimistischeren** Einschätzungen seitens der Unternehmen als nach der sachten Frühjahrserholung erwartet.

Großes Manko bleibt der **Fachkräftemangel**. Trotz konjunkturell verringerter Arbeitskräftenachfrage behindert er Unternehmen in ihrer Geschäftstätigkeit. Verbessert sich die konjunkturelle Lage erwartungsgemäß, wird sich die Fachkräfteknappheit in den kommenden Jahren verstärken. Dies gilt umso mehr, als zurzeit 204.000 Ausbildungsplätze unbesetzt sind (Stand Juli 2024).

Unternehmensinsolvenzen wieder auf Vor-Corona-Niveau

Bei den **Unternehmensinsolvenzen** ist im Juni dieses Jahres der höchste Stand seit fast 10 Jahren registriert worden: Schätzungsweise 11.000 Insolvenzen waren es laut Creditreform im 1. Halbjahr 2024. Erstmals werden die Insolvenzzahlen im Gesamtjahr 2024 voraussichtlich wieder über dem Vor-Corona-Niveau liegen, die Angleichung dürfte damit vollzogen sein. Im historischen Vergleich dürften die Unternehmensinsolvenzen für das Gesamtjahr 2024 aber nicht ungewöhnlich hoch ausfallen: Laut Bundesamt für Statistik lag der Stand 2018 bei 19.300, davor regelmäßig bei deutlich über 20.000 pro Jahr.



Kreditvergabe

Makroumfeld wirkt sich ungünstig auf Kreditnachfrage aus

Zuletzt bewegte sich das Kreditwachstum um Werte nahe null, und zwar laut Bundesbank über alle Bankengruppen, Laufzeiten und Wirtschaftszweige hinweg. Im Vergleich zum Vorquartal stieg das Gesamtvolumen der ausstehenden Kredite an Unternehmen und Selbständige im zweiten Quartal 2024 um 0,2 % auf 1.135 Milliarden Euro. Dies ist das erste Mal seit dem dritten Quartal 2023, dass die Wachstumsrate gegenüber dem Vorquartal wieder im positiven Bereich liegt. Allerdings verringerte sich das Volumen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum weiter, wenn auch nur moderat, um 0,7 %.

Die EZB (Bank Lending Survey) berichtet, dass Banken im zweiten Quartal 2024 eine weitere, moderate Verschärfung der Kreditrichtlinien und Kreditstandards meldeten.

Hauptgrund für die Straffung der Kreditrichtlinien war laut EZB ein **Anstieg der Kreditrisiken** auf der Unternehmensseite. **Bankseitige Faktoren** (Refinanzierung, bilanzielle Restriktionen) trugen dagegen nur marginal zu den Straffungen der Richtlinien für Unternehmenskredite bei.

Die Sondersituation im Kontext der **Energiekrise** hatte 2022 das Kreditwachstum zunächst beschleunigt, seit Ende 2022 ist ein Rückgang des Kreditwachstums und derzeit die beschriebene Stagnation zu verzeichnen. Grund dafür ist das **widrige Makroumfeld** – also die genannten strukturellen Probleme.

Kredite an inländische Unternehmen und wirtschaftlich Selbständige (Ohne Wohnungsbau sowie ohne Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen)

Quartal	Insgesamt*	Kredit- banken	Spar- kassen	Landes- banken	Kredit- genossen
Stand Quartalsende in Mrd. €					
Q4/2020	1.004,14	289,98	291,99	109,75	211,86
Q4/2021	1.038,01	296,97	299,26	119,99	222,89
Q4/2022	1.131,23	331,26	312,07	126,21	235,59
Q1/2023	1.136,64	338,98	314,80	127,45	237,15
Q2/2023	1.140,20	341,63	316,03	127,81	239,55
Q3/2023	1.133,03	338,17	316,01	126,10	240,40
Q4/2023	1.129,02	332,86	315,18	127,52	241,71
Q1/2024	1.132,59	336,25	315,34	127,19	243,06
Q2/2024	1.135,19	337,97	314,41	127,78	244,48
Veränderung gegenüber Vorjahreszeitraum (in %)					
Q4/2020	3,0	-0,4	3,9	-3,3	5,6
Q4/2021	3,4	2,1	2,6	4,9	5,3
Q4/2022	9,0	10,9	4,3	5,3	5,9
Q1/2023	6,9	9,9	3,4	5,6	5,1
Q2/2023	4,6	7,3	2,6	3,3	4,4
Q3/2023	-0,5	2,2	1,5	-1,1	3,5
Q4/2023	-0,1	0,4	0,9	1,5	2,9
Q1/2024	-0,6	-1,7	0,2	0,1	2,5
Q2/2024	-0,7	-2,0	-0,3	0,2	2,1
Veränderungen gegenüber Vorquartal (in %)					
Q4/2020	-0,5	-2,3	0,5	-3,0	1,0
Q4/2021	2,2	3,7	0,7	3,8	1,2
Q4/2022	-0,6	0,2	0,4	-1,2	1,2
Q1/2023	0,5	2,2	0,8	1,1	1,0
Q2/2023	0,3	0,8	0,4	0,4	1,0
Q3/2023	-0,6	-1,0	0,0	-1,3	0,4
Q4/2023	-0,3	-1,6	-0,2	1,3	0,5
Q1/2024	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,6
Q2/2024	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,6

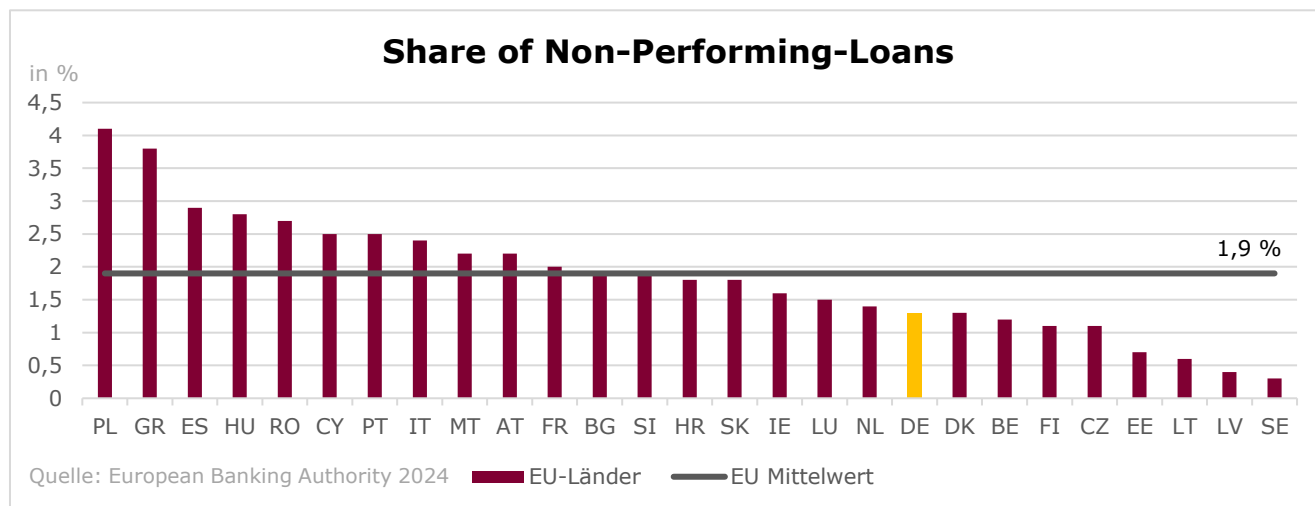
*Zum Berichtskreis gehören zusätzlich Realkreditinstitute, Bausparkassen und Banken mit Sonderaufgaben.

Quelle: Deutsche Bundesbank, August 2024. Die Wachstumsraten werden berechnet auf Basis der statistisch bereinigten

Veränderungen pro Quartal.

Banken weiterhin stabil, NPL-Quoten historisch niedrig

Die Lage des deutschen Bankensystems ist aus Sicht der Bundesbank weiterhin **stabil**. Die **Liquiditätslage** ist gut, ebenso die harte **Kernkapitalquote**. Auch für die kommenden Quartale ist nicht mit bankseitigen Restriktionen des Kreditangebots zu rechnen. Zwar stiegen die Bestände an **notleidenden Krediten** (non performing loans, **NPL**) in deutschen Bankbilanzen laut EBA im März 2024 auf 39,8 Mrd. Euro und liegen damit um 8 Mrd. Euro über dem Vorjahreswert. Die **NPL-Quote**, also der Buchwert notleidender Kredit im Verhältnis zum Gesamtkreditvolumen, liegt in Deutschland mit 1,3 % in Q1/2024 aber weiter auf **historisch niedrigem Niveau** und unter der durchschnittlichen Quote in der EU (1,9 % in Q1/2024).



Europa nach der Wahl

Europa hat im Juni 2024 gewählt. Mit 64,7 % war die Wahlbeteiligung in Deutschland historisch hoch. Ursula von der Leyen wurde im Juli 2024 vom EU-Parlament abermals zur EU-Kommissionspräsidentin gewählt und muss nun Zuständigkeiten an die neuen Kommissare verteilen. Das EU-Parlament nimmt Anfang September 2024 in veränderter Zusammensetzung seine Arbeit wieder auf. Die Mehrheiten in Brüssel könnten dann volatiler werden: Die politische Landschaft ist polarisiert, die Interessen divergieren, die Herausforderungen im Binnenmarkt sind enorm. Zusätzlich sorgt die anhaltende Regierungskrise in Frankreich seit den EU-Wahlen für politische Unsicherheit.

Die EU-Kommissionspräsidentin hat in ihren [politischen Leitlinien 2024-2029](#) deutlich gemacht: Die demokratische Mitte müsse halten. Transformation und Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft funktionierten nur zusammen. Die Kommissionspräsidentin bekennt sich zum Green Deal, benennt aber gleichzeitig die strukturellen Herausforderungen im Binnenmarkt: Globaler Wettbewerb, bezahlbare Energie, Verfügbarkeit von Fach- und Arbeitskräften und die Mobilisierung von privatem Kapital für die Trans-

formation. Ein „Clean Industrial Deal“ solle nun die Dekarbonisierung der Wirtschaft und den Zugang zu günstiger Energie und Rohstoffen vorantreiben.

Kapitalbedarf bleibt immens

Klar ist: Der Kapitalbedarf bleibt immens. Deshalb dürfen die „big issues“ trotz der schwierigen politischen Gemengelage keinesfalls aus dem Blick geraten: Funktionierende Kapitalmärkte, Investitionsmöglichkeiten für internationales und inländisches Kapital wie auch für private Sparer und eine Stärkung des Verbriefungsmarktes bleiben aus Sicht des Bankenverbandes Prioritäten auf der politischen Agenda. Die EU-Kommissionspräsidentin hat angekündigt, die Fragmentierung der EU-Finanzmärkte angehen und den Vorschlag einer „Europäischen Spar- und Investitionsunion“ für Banken und Kapitalmärkte (analog [Bericht von Enrico Letta](#)) weiterentwickeln zu wollen. Auch die Stärkung der Europäischen Investitionsbank (EIB), die von der Leyen anregt, um private Kapitalgeber bei der Risikoentlastung zu unterstützen, ist sinnvoll.

Grundsätzlich kommt es vor allem darauf an, sowohl die wirtschaftlichen und politischen **Rahmenbedingungen** für Investitionen von Unternehmen und für Anlagemöglichkeiten (auch von europäischen Sparern) zu verbessern, als auch den europäischen **Binnenmarkt für Kapital** weiter zu vertiefen. Beide Stellschrauben sind wichtig, damit Kapital (einschließlich europäischer Spareinlagen) in eine attraktive EU-Wirtschaft fließt.

Privates Kapital für die Energiewende

Es bedarf weiterer Anstrengungen, um im großen Stil privates Kapital anzuziehen. Besonders dringlich ist das für die künftige Versorgung der EU mit bezahlbarer Energie, denn diese ist essenziell für den Wirtschaftsstandort Europa. Damit privates Kapital auch in Infrastruktur und den Ausbau Erneuerbarer Energien fließt, bedarf es eines marktgerechten Investitionsumfeldes. Das erläutert der Bankenverband in seinem aktuellen [Positionspapier zur Finanzierung der Energiewende](#).

Was für Deutschland gilt, gilt für Europa gleichermaßen: Investitionen in die Energiewende müssen sich wie jede andere Investition rechnen. Entscheidend ist, dass der Kapitalnehmer die **Kapitalkosten** dauerhaft erwirtschaften kann. Eine **solide Kapitalausstattung** ist die Grundlage dafür, dass Banken und private Investoren Großprojekte fremdfinanzieren können. Das Unternehmen muss **schuldentragfähig** sein. Bei der Finanzierung der Energiewende wird besonders deutlich: Hierfür müssen auch die **Kapitalmärkte** genutzt werden.

Kapitalmarkt

Finanzierung über Anleihen wird ab 2025 in Deutschland steuerlich unattraktiv

Die Fremdkapitalaufnahme durch Inhaberschuldverschreibungen (IHS) wird in Deutschland ab 2025 wegen erheblicher Kostensteigerung unattraktiv. Zinszahlungen auf IHS können dann nicht mehr als Betriebsausgaben abgezogen werden.

Grund dafür ist § 8 **Steueroasen-Abweggesetz** (StAbwG). Damit sollen Zahlungen in Staaten, die auf der sogenannten Schwarzen Liste der EU stehen, „pönalisiert“ und verhindert werden. Das Betriebsausgabenabzugsverbot für Zinsen greift bei IHS allein deshalb, weil der Emittent auf Grund der Besonderheiten des Wertpapiergeschäfts nicht weiß, wo der Anleger ansässig ist. Die daraus resultierende erhebliche **Erhöhung der Kosten für die Kapitalaufnahme** betreffe sämtliche Arten von Inhaberschuldverschreibungen, also auch **Unternehmens- und Bankanleihen** sowie **Verbriefungen**.

Erfasst würden nicht nur künftige Emissionen, sondern auch bereits begebene Anleihen. Gemäß Bundesbankstatistik 4/2024 sind Unternehmensanleihen im Volumen von 453 Mrd. Euro und Bankanleihen im Volumen von 1,4 Bill. Euro im Umlauf.

Das Betriebsausgabenabzugsverbot konterkariert das erklärte Ziel der Politik in Deutschland, die großen Herausforderungen für die **Transformation** unserer Wirtschaft und für die Sicherstellung unserer **wirtschaftlichen und geopolitischen Souveränität** auch mit privatem Kapital zu finanzieren. Ohne eine Stärkung des **Kapitalmarktes** und die Förderung von Finanzinstrumenten wird dies nicht möglich sein. Die Gefahr ist, dass kapitalmarktgestützte Unternehmensfinanzierung nicht mehr in Deutschland stattfindet.

Der Gesetzgeber kann den drohenden Schaden noch verhindern. Das Problem der fehlenden Kenntnis des Anlegers bei der Anwendung des StAbwG ist bekannt und wurde bereits an anderer Stelle gelöst. Um einen 15 %igen Quellensteuerabzug nach § 10 StAbwG zu vermeiden, wurde dort bereits 2022 eine Ausnahmeregelung für IHS und mit diesem vergleichbaren Schuldtitel geschaffen.

Diese Ausnahmeregelung kann – und muss – auf die aktuell in Rede stehende Regelung übertragen werden. Hierfür genutzt werden sollte das laufende Gesetzgebungsverfahren eines **Jahressteuergesetzes 2024**. Auch der jüngst veröffentlichte Entwurf für ein Zweites Zukunftsfinanzierungsgesetz schlägt keine Aufhebung des Verbots vor.