

## GLOBALER WACHSTUMSAUSBLICK

# Wachstum 2026 schwächt weltweit

## KI-Boom überdeckt strukturelle Eintrübung

- **Das weltwirtschaftliche Wachstum wird sich dieses Jahr leicht abschwächen.** Nach einem halbwegs robusten letzten Jahr mit einem Wachstum von leicht über drei Prozent dürfte es in diesem Jahr gerade noch für diese Marke reichen.
- **Die US-Konjunktur dürfte trotz der eigenhändig verursachten Angebotschocks in der Migrations- und Handelspolitik aufgrund des KI-Booms und der Steuergesetzgebung erneut mit zwei Prozent wachsen.** Die Effekte der jüngsten Zolldrohung des US-Präsidenten gegenüber einigen europäischen Ländern und möglicher Gegenmaßnahmen sind hier noch nicht berücksichtigt.
- **Die Wirtschaft im Euroraum dürfte im Jahresdurchschnitt leicht nachgeben und mit 1,1 Prozent wachsen.** Während die inländischen Wachstumskräfte allmählich anziehen, belastet der Außenhandel vor allem im ersten Halbjahr noch.
- **Dank eines kräftigen Fiskalimpulses dürfte die deutsche Wirtschaft um ein Prozent wachsen.** Die Koalitionsmaßnahmen sollten die Investitionstätigkeit ins Plus drehen und die Konsumausgaben im Wachstum halten. Der Außenbeitrag wird erneut belasten.
- **Chinas Wirtschaft dürfte im laufenden Jahr mit viereinhalb Prozent wachsen.** Die Konsumentenstimmung, die Investitionen und der Immobilienmarkt belasten weiter.
- **Die globale Inflation lässt weiter nach, auch wenn sich der Preisdruck zwischen den großen Volkswirtschaften unterscheidet.** Zentralbanken bleiben daher vorsichtig und passen ihre Geldpolitik nur schrittweise an, um sowohl Inflationsrisiken als auch konjunkturelle Unsicherheiten im Blick zu behalten.
- **Die Finanzpolitik wird insgesamt neutral wirken.** Impulse in den USA, Japan und Deutschland stehen Konsolidierungen in anderen Ländern gegenüber.
- **Die OECD-Länder brauchen strukturelle Reformen zugunsten von Investitionen in die doppelte Transformation.** Reformen zur Reduktion von Bürokratie, zur Vereinfachung von Regulierung und zur Senkung von Markteintrittsbarrieren sind daher zentral für die Stärkung von Produktivität, Investitionen und Innovation.

**Inhaltsverzeichnis**

|                                                                                                                                       |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Schwaches Wachstum bei erhöhter Instabilität.....</b>                                                                              | <b>2</b>  |
| 2025: Weltwirtschaft leidet kräftig unter Handelsschock.....                                                                          | 2         |
| Gründe für die konjunkturelle Resilienz 2025 .....                                                                                    | 2         |
| Welthandel knickte nicht weg, aber driftete davon .....                                                                               | 2         |
| Unsicherheit zwar reduziert, aber nicht vom Tisch .....                                                                               | 3         |
| Ausblick 2026 .....                                                                                                                   | 6         |
| Die tieferen strukturellen Trends bleiben besorgniserregend .....                                                                     | 9         |
| Schwacher Ausblick für die zweite Hälfte des Jahrzehnts von Politik verursacht .....                                                  | 10        |
| <b>Finanzpolitik weltweit sehr heterogen .....</b>                                                                                    | <b>15</b> |
| <b>Geldpolitik weltweit .....</b>                                                                                                     | <b>16</b> |
| Fortschreitende Normalisierung von Inflation und Geldpolitik in den meisten Ländern .....                                             | 16        |
| US-Geldpolitik zwischen Inflationsdruck, Arbeitsmarktschwäche und politischer Unsicherheit .....                                      | 17        |
| Inflation im Euroraum nahe Ziel – Zinsen bleiben unverändert .....                                                                    | 19        |
| Bank of England lockert Kurs angesichts leicht rückläufiger Teuerung .....                                                            | 19        |
| Japan mit sinkender Inflation und vorsichtigen Zinsschritten.....                                                                     | 20        |
| <b>Finanzmärkte: Weitere Verbesserung der Finanzierungskonditionen .....</b>                                                          | <b>20</b> |
| Bankkreditvergabe erholt sich global, zuletzt gemischte Entwicklung im Euroraum .....                                                 | 21        |
| Anleihemärkte zeigen steigende Staatsrenditen und robuste Unternehmensfinanzierung .....                                              | 21        |
| Aktienmärkte 2025 zwischen Rekordständen und Warnsignalen.....                                                                        | 22        |
| Devisenmärkte: Schwächerer US-Dollar prägt das Jahr 2025 .....                                                                        | 23        |
| <b>Industrieproduktion .....</b>                                                                                                      | <b>24</b> |
| Entwickelte Volkswirtschaften: Abgesehen vom Vereinigten Königreich zieht die Industrieproduktion überall wieder an .....             | 25        |
| <b>Welthandel .....</b>                                                                                                               | <b>27</b> |
| <b>USA .....</b>                                                                                                                      | <b>28</b> |
| 2025 mit schwachem Start und starker Jahresmitte .....                                                                                | 28        |
| Zölle hatten 2025 noch begrenzten Effekt; Konsumenten zeigten sich zuletzt (wieder) skeptisch ....                                    | 29        |
| Der One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) bringt Erleichterungen für Individuen und Unternehmen, doch auch wachsende Staatsschulden..... | 30        |
| Übergangshaushalt gilt bis Ende Januar 2026 .....                                                                                     | 31        |
| Ausblick 2026: It's complicated .....                                                                                                 | 32        |
| <b>China.....</b>                                                                                                                     | <b>32</b> |
| Robuste Wachstumszahlen – marodes Wachstumsmodell.....                                                                                | 32        |
| Exportindustrie als Stabilitätsanker mit wachsenden Risiken .....                                                                     | 33        |
| Industrieproduktion steigt, Investitionen sinken .....                                                                                | 34        |
| Nachfrage und Preise bleiben schwach.....                                                                                             | 34        |
| Mit Widersprüchen und ohne Momentum ins erste Jahr des 15. Fünfjahrplans.....                                                         | 35        |
| <b>Euroraum.....</b>                                                                                                                  | <b>36</b> |
| Laut den jüngsten Quartalszahlen verliert das Wachstum zuletzt an Dynamik .....                                                       | 36        |
| Hohe politische Unsicherheit prägt den Euroraum-Ausblick auch bei anziehenden Frühindikatoren .....                                   | 37        |
| Ausgewählte EU-Länder und das Vereinigte Königreich .....                                                                             | 38        |
| <b>Deutschland .....</b>                                                                                                              | <b>39</b> |
| <b>Quellenverzeichnis.....</b>                                                                                                        | <b>40</b> |

## Schwaches Wachstum bei erhöhter Instabilität

### 2025: Weltwirtschaft leidet kräftig unter Handelsschock

Die Entwicklung des weltwirtschaftlichen Wachstums war im letzten Jahr nicht nur zu Beginn, sondern auch im ganzen Jahresverlauf für Unternehmen und Regierungen kaum verlässlich einzuschätzen. Die Unsicherheit war König. Allmählich hat sich der Nebel nun gelichtet, und der Blick auf die Situation weist einerseits erstaunliche Resilienz beim Wachstum auf, bietet andererseits jedoch nur wenig Anlass für begründete Zuversicht. So haben die internationalen Wirtschaftsorganisationen (IWF 2025, OECD 2025, Europäische Kommission 2025a) zwar jüngst festgestellt, dass es im Jahr 2025 nicht ganz so schlimm gekommen ist wie anfänglich befürchtet. So dürfte die Weltwirtschaft trotz einer Bremsspur durch die US-Handelspolitik von gut einem Viertelprozentpunkt noch mit 3,2 Prozent gegenüber Vorjahr und damit nur leicht schwächer als 2024 (3,3 Prozent) gewachsen sein. 2026 dürfte das Wachstumstempo gleichermaßen langsam bleiben (3,0 Prozent). Immerhin ist der noch im April befürchtete Bremsstoß von einem halben Prozentpunkt und ein Rückgang der Wachstumsdynamik auf unter drei Prozent in diesem Jahr aus verschiedenen Gründen etwas milder ausgefallen.

### Gründe für die konjunkturelle Resilienz 2025

Die Gründe für das etwas besser als erwartete Abschneiden des weltwirtschaftlichen Wachstums im letzten Jahr sind vielfältig. Erstens, die Einführung der Zölle durch die Trump-Administration erfolgte etwas später als erwartet. Zweitens, die Zölle fielen in der Summe nicht ganz so hoch aus wie anfänglich angekündigt. Drittens, die angekündigten Zölle lösten Vorzieheffekte in der Belieferung des US-Markts im ersten Quartal und erneut in den Sommermonaten aus, was den Jahresverlauf positiv beeinflusste. Viertens, die Zölle waren nicht von einer lehrbuchhaften Aufwertung, sondern einer deutlichen Abwertung des US-Dollars begleitet.

Zudem überlagerte der Investitionsboom bei Künstlicher Intelligenz, der dadurch ausgelöste rege Güterhandel mit Elektronikprodukten für diese Zwecke v. a. mit Ostasien (Taiwan, Korea, Singapur) sowie die erneute Risikofreude auf den internationalen Kapitalmärkten ab dem späten ersten Quartal die negativen Wachstumseffekte ausufernder handelspolitischer Unsicherheit, die typischerweise dämpfend auf die Aktivität und aufschiebend auf Investitionsentscheidungen der privaten Unternehmen durchschlägt.

Nicht zuletzt stützten Leitzinssenkungen die Aktivität, auch wenn die Kapitalmarkttrenditen nicht in gleichem Maß nachgaben. Gleichwohl verbesserten sich insgesamt die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Haushalte. Auch die verfügbaren Einkommen stiegen wieder an, nachdem die Lohnzuwächse die Inflationsraten in den meisten Ländern wieder überstiegen. Zudem halfen sinkende Ölpreise und zuletzt auch sinkende Gaspreise den Energieimportländern konjunkturell.

### Welthandel knickte nicht weg, aber driftete davon

Auch die Welthandelsvolumina knickten unter dem Zollschock nicht einfach nach unten ab, sondern erwiesen sich als resilient. Der Welthandel dürfte vorläufigen Zahlen zufolge um gut 4,5 Prozent gegenüber Vorjahr gewachsen sein, und entsprechend zog auch die Industrieproduktion um gut drei Prozent an (BDI 2025a). Insbesondere die Vorzieheffekte und die unvollständige Weitergabe der Zusatzbelastungen in Exportpreisen seitens der Exporteure und der US-Importeure an die US-Zwischen- oder Endkunden hat den Effekt etwas gedämpft, wobei die Margenkompression über die nächsten

Quartale einer Normalisierung weichen dürfte. Insofern dürften die wesentlichen Preis- und Mengeneffekte erst in den nächsten Monaten eintreten. Besonders rasch reagierten auch mexikanische und kanadische Exporteure in die USA, die nun viel stärker als zuvor unter den USMCA-Präferenzregeln Zuflucht suchten und den befürchteten Bremseffekt in etwa halbieren konnten (OECD 2025). Nicht zuletzt konnte China eine erhebliche Dämpfung des Exportgeschäfts und der wirtschaftlichen Aktivität durch die US-Zölle vermeiden, weil es den chinesischen Firmen gelang, ihre für den US-Markt produzierten Güter entweder über Thailand und Vietnam doch in die USA zu liefern oder die Waren nach Südostasien und Europa umzulenken (Institut für Weltwirtschaft 2025a). Jedenfalls expandierte der chinesische Export kräftig. Zudem stützte der bereits zuvor skizzierte KI-bedingte Aufschwung im Elektronikhandel die Handelsströme in Ostasien und wirkte damit als weiterer Faktor, der die globalen Handels- und Produktionszahlen stabilisierte.

### Unsicherheit hatte sich zunächst reduziert, ist aber nicht vom Tisch

Zwar war die handelspolitische Unsicherheit durch eine Reihe von Abkommen der US-Administration mit Handelspartnern zunächst etwas zurückgegangen, gleichwohl blieb sie hoch. Durch die Mitte Januar 2026 im Zuge der Grönland-Krise angedrohten Strafzölle gegenüber einigen EU-Mitgliedsstaaten hat sie sich jedoch wieder erheblich verschärft. Darüber hinaus gibt es zahlreiche weitere Punkte, in denen weiterhin Unklarheit herrscht. Erstens, in vielen Feldern ist entweder das mittelfristige Niveau der Zölle nicht sicher, da wesentliche Zollentscheidungen der US-Administration derzeit vom Obersten Gerichtshof überprüft werden und im Falle einer negativen Entscheidung vermutlich kurz- bis mittelfristig ersetzt werden dürften. Zweitens ist in vielen Feldern die Administration von Zollregeln weiterhin unklar, etwa bei den Zusatzzöllen auf Stahl- und Aluminium-Derivate. Drittens sind in manch anderen Fällen Zollfragen abhängig von unternehmerischem Handeln, etwa bei Zusagen von Pharmaunternehmen über Auslandsdirektinvestitionen in den USA. Viertens sind einige der Punkte aus dem US-EU-Abkommen (Einkaufsziele der EU in den USA) unklar. Fünftens wird das USMCA im Jahr 2026 überprüft, insofern ist auch hier das Ergebnis offen. Sechstens ist keinesfalls auszuschließen, dass die US-Administration auch weiterhin WTO-widrige Zölle gegen Handelspartner einsetzt, um anderweitige Ziele zu verfolgen, wie die jüngsten Androhungen im Zuge der Grönland-Krise verdeutlichen. Zuletzt bleibt die Frage offen, ob und inwiefern die USA nach dem Ende der Trump-Administration an den jetzigen Regelungen festhalten werden.

## Auswirkungen der US-Zölle

### Die neue Ausrichtung der US-Handelspolitik unter Trump

Seit seinem Amtsantritt verfolgt US-Präsident Donald Trump einen im Vergleich zu seiner ersten Amtszeit deutlich verschärften „*America First*“-Kurs. Bereits kurz nach seinem Amtsantritt begann Trump, zentrale Wahlversprechen konsequent umzusetzen. Statt auf multilaterale Kooperation setzt er gezielt auf Zölle als Druckmittel und bilaterale Verhandlungen, um für die USA vorteilhaftere Bedingungen durchzusetzen. Die US-Handelspolitik scheint dabei keinem einheitlichen Masterplan zu folgen, sondern einem Bündel von Zielen – ausgeglichene Warenhandelsbilanz, Reindustrialisierung und die Rückverlagerung von Industriearbeitsplätzen, die Stärkung der industriellen Wettbewerbsfähigkeit sowie die Generierung von Staatseinnahmen durch Zölle. Zwei Ziele scheinen hierbei übergeordnet zu sein: Erstens, dem Handelsbilanzdefizit entgegenzuwirken, das angesichts der angehäuften Ungleichgewichte als Risiko für die Finanzstabilität gesehen wird. Und zweitens, die nationale Sicherheit zu stärken – durch den Aufbau eigener und ausreichender Produktionskapazitäten in kritischen Bereichen und die Reduzierung von externen Abhängigkeiten.

### Erratische und expansive Zollpolitik

Die Neuausrichtung manifestiert sich in einer in Teilen erratischen und zugleich expansiven Zollpolitik, die kurz nach Trumps Amtsantritt einsetzte und sowohl sektorale als auch länderspezifische Maßnahmen umfasst. Auf Grundlage von *Section 232* des *Trade Expansion Act* von 1962 wurden im Februar die bereits in der ersten Amtszeit verhängten Zölle auf Stahl und Aluminium wieder eingeführt und ausgeweitet. In den folgenden Monaten kamen weitere *Section-232*-Zölle hinzu, unter anderem auf Fahrzeuge und Fahrzeugteile, Kupfer, Holzprodukte sowie Lastkraftwagen und Lkw-Teile.

Parallel dazu etablierte die Regierung auf Basis des *International Emergency Economic Powers Act* (IEEPA) länderspezifische Zölle, zunächst gegenüber Kanada, Mexiko und China. Am 2. April kündigte Präsident Trump, der den Tag im Vorfeld als „*Liberation Day*“ bezeichnete, sogenannte „reziproke“ Zölle an. Ab dem 5. April 2025 galt ein pauschaler *Ad-valorem*-Zoll von zehn Prozent auf alle importierten Waren aller Länder. Ab dem 9. April 2025 sollten zusätzlich „reziproke“ Zölle für Handelspartner mit aus US-Sicht besonders ungünstigen Bedingungen greifen. Für Einfuhren aus der Europäischen Union war beispielsweise zunächst ein Zollsatz in Höhe von 20 Prozent vorgesehen – später wurde ein Zollsatz von 30 Prozent angedroht, der für die EU jedoch nicht in Kraft trat, da zuvor ein „Deal“ erzielt werden konnte. Kurz nach Inkrafttreten wurden die „reziproken“ Zölle vorübergehend jedoch wieder ausgesetzt, der Basiszoll von zehn Prozent blieb bestehen. Am 7. August traten die „reziproken“ Zölle erneut in Kraft. In der Folge schlossen verschiedene Länder bilaterale Handelsabkommen mit den USA, um die „reziproken“ Zölle zu senken und sektorale Ausnahmen oder Erleichterungen zu erreichen.

Diese protektionistische Politik der Trump-Administration führt zu deutlich höheren durchschnittlichen Zollsätzen. So schätzt das Budget Lab at Yale (2025), dass die effektiven US-Zölle im November 2025 bei knapp 17 Prozent lagen. Substituieren Konsumenten und Unternehmen ihre Importe aufgrund der Zölle, wird der effektive Zollsatz noch auf über 14 Prozent geschätzt. Auch die OECD (2025a) schätzte den effektiven Zollsatz für US-Warenimporte im November 2025 auf 14 Prozent. Damit liegen die US-Zölle derzeit ähnlich hoch wie in den 1930er Jahren. Für die EU schätzt die Europäische Kommission (2025) einen effektiven (handelsgewichteten) Zollsatz von zehn Prozent, bei den einzelnen Mitgliedstaaten liegen die Zollsätze zwischen etwa drei Prozent (Irland) und fast 30 Prozent (Luxemburg). Für deutsche Warenexporte in die USA gilt ein effektiver Zollsatz von etwa zwölf Prozent.

Die durchschnittlichen Zölle bleiben allerdings volatil, da die US-Zollpolitik weiterhin von Unsicherheit geprägt ist, die beispielsweise durch laufende Gerichtsverfahren und die jüngsten Androhungen von zusätzlichen Zöllen gegenüber einigen EU-Mitgliedsstaaten seitens des US-Präsidenten im Zuge der Grönland-Krise verstärkt wird. Bestehende *Section-232*-Zölle können über sogenannte *Inclusion Rounds* ausgeweitet werden, und weitere sektorale Maßnahmen auf Basis der *Section 232* sind möglich, da mehrere Untersuchungen laufen beziehungsweise kurz vor dem Abschluss stehen. Auch weitere neue Maßnahmen oder weitere Zollerhöhungen sind denkbar. Fest steht, dass die Trump-Administration den protektionistischen Kurs fortführen wird und Zölle hoch bleiben werden.

### Wirtschaftliche Auswirkungen der US-Zollpolitik

Zölle wirken grundsätzlich wachstumsdämpfend, weil sie den Handel verteuern und wirtschaftliche Abläufe beeinträchtigen. Sie erhöhen im Inland die Kosten für Unternehmen und Verbraucher und wirken damit wie ein negativer Angebotsschock, während sie bei Handelspartnern die Nachfrage belasten, da Exporte zurückgehen und globale Wertschöpfungsketten unter Druck geraten. Dadurch schwächt protektionistische Handelspolitik die wirtschaftliche Dynamik auf beiden Seiten.

Ausgehend von den damaligen Ankündigungen (60 % auf chinesische Importe, 10 bis 25 % auf weitere Handelspartner; durchschnittlicher US-Zollsatz über 18 %), haben wir im Globalen Wachstumsausblick Januar 2025 modellbasierte Schätzungen verschiedener Institutionen vor Einführung und nachfolgenden Anpassungen der Zölle betrachtet. Die damaligen Schätzungen zeigten, dass das globale BIP bis 2026 rund 0,3 Prozent unter dem Basisszenario liegen könnte. Für die USA ergaben sich ein Rückgang des BIP um 0,6 Prozent (bis 2034) sowie kurzfristige Belastungen von bis zu 1,7 Prozent. Für die EU wurden BIP-Verluste von 0,4 Prozent im Jahr 2025, 1,1 Prozent im Jahr 2026 und 1,3 Prozent in den Jahren 2027 und 2028 gegenüber der Basislinie ausgewiesen. Deutschland wäre besonders betroffen gewesen, mit Rückgängen von

0,5 Prozent im Jahr 2025, 1,4 Prozent im Jahr 2026 und 1,5 Prozent in den Jahren 2027 und 2028; kumuliert entspricht dies rund 180 Milliarden Euro (2020er Preise). Für China wurden deutliche dämpfende Effekte auf das reale BIP erwartet, kurzfristig bis zu einem Prozent und in späteren Jahren Rückgänge von bis zu 1,7 Prozent.

Auch wenn die tatsächliche Zollbelastung durch spätere Absprachen und bilaterale Deals etwas geringer ausfiel als ursprünglich befürchtet und einzelne Faktoren die gesamtwirtschaftlichen Effekte vorübergehend dämpften (etwa Vorzieheffekte im Frühjahr 2025) oder überlagerten (wie der starke KI-Investitionszyklus), bleiben die Belastungen dennoch erheblich. Dies gilt sowohl aufgrund der direkten Wirkung höherer Zölle als auch aufgrund der weiterhin ausgeprägten Unsicherheit, die durch die jüngsten Zollandrohungen des US-Präsidenten im Zuge der Grönland-Krise wieder erheblich verstärkt wurde. Diese beeinträchtigen Investitionen und Handel spürbar sowie die Wettbewerbsintensität im Inland und auf Drittmärkten durch Handelsumlenkungseffekte.

So weist der IWF (2025) darauf hin, dass die globalen Wachstumsraten zwar im Vergleich zum Juli 2025 nach oben revidiert wurden, aufgrund von Zoll- und Unsicherheitseffekten jedoch 0,2 Prozentpunkte unter den Prognosen von Oktober 2024 liegen. Dies berücksichtigt noch nicht die jüngsten Zollandrohungen von Mitte Januar gegenüber einigen europäischen Ländern. Darüber hinaus modelliert der IWF ein Risikoszenario, in dem die US-Zölle zusätzlich erhöht werden (jeweils das höhere der im April angekündigten Erhöhungen bzw. der in den Schreiben vom Juni / Juli genannten Sätze), ohne Gegenmaßnahmen anderer Länder. Global läge die Wirtschaftsleistung 2026 um 0,3 Prozent unter der Baseline; der Effekt baut sich bis 2028 weiter auf und führt zu einem permanenten Verlust von rund 0,5 Prozent des weltweiten BIP. China wäre am stärksten betroffen (2026: gut 1½ % direkter Effekt; anschließend nachlassend), Euroraum und USA jeweils mit rund 0,4 – 0,5 Prozent bis 2028, die USA möglicherweise auch etwas mehr. Hierbei basieren die Regionalwerte auf Chart-Ablesung und sind nicht explizit vom IWF berichtet.

Die OECD (2025) betont ebenfalls, dass die vollständigen Auswirkungen der höheren Zölle noch nicht voll durchgeschlagen sind, sich jedoch zunehmend in den Ausgabenentscheidungen, den Unternehmenskosten und den Verbraucherpreisen niederschlagen werden, insbesondere in den Vereinigten Staaten. So sind laut OECD beispielsweise die (ex-post) monatlichen Zollsätze, die anhand der Einnahmen- und Handelsstatistiken der Vereinigten Staaten berechnet wurden (gemeldete Zölle geteilt durch den Wert der Warenimporte), stark gestiegen, liegen jedoch weiter unter den geschätzten effektiven Zollsätzen, was auf einen Anstieg der Zolleinnahmen in den kommenden Monaten hindeutet. Trotz dieser verzögerten Auswirkungen höherer Zölle ist der Wert der US-Importgüter, die Zöllen unterliegen, im Vergleich zu nicht zollpflichtigen Gütern bereits deutlich zurückgegangen. Dies deutet laut OECD darauf hin, dass die Zölle die Nachfrage beeinträchtigen und das Handelsvolumen weiterhin belasten werden. Zusätzlich zu den direkten Zolleffekten verweist die OECD ebenfalls auf die Belastung durch erhöhte Unsicherheit und schätzt, dass diese das Wachstum des globalen Warenhandels binnen eines Jahres um rund drei Prozentpunkte reduzieren könnte, sollte die seit Anfang 2025 gestiegene handelspolitische Unsicherheit anhalten.

Auch wenn diese unterschiedlichen Ansätze zeigen, dass die im vergangenen Jahr präsentierten Schätzungen unseres Globalen Wachstumsausblicks weiterhin Orientierung bieten, haben die Anpassungen der Zollmaßnahmen, zeitliche Verzögerungen und Sondereffekte dazu geführt, dass Höhe und Verlauf der tatsächlichen Wirkung nicht mehr vollständig der ursprünglichen Einschätzung entsprechen. Dies gilt besonders für China, wo die wechselseitigen Zollsätze im Vergleich zu den früheren Höchstständen deutlich reduziert wurden und wo es offenbar gelingt, einen Teil der US-Ausfuhren relativ zügig in andere Absatzmärkte umzulenken. Derzeit liegen jedoch nur wenige aktualisierte Einschätzungen zu den regional unterschiedlichen Wachstumseffekten der angepassten Zollmaßnahmen vor, mit Ausnahme einiger weniger Analysen für die USA und die EU.

Beispielsweise schätzt The Budget Lab at Yale (2025), dass die derzeit bestehenden Zollmaßnahmen das reale BIP-Wachstum in den USA im Jahr 2025 um rund 0,5 Prozentpunkte gedämpft haben und es 2026 voraussichtlich um weitere 0,4 Prozentpunkte mindern werden. Langfristig dürfte das reale BIP dauerhaft um etwa 0,3 Prozent bzw. 90 Milliarden US-Dollar pro Jahr (in Preisen von 2024) niedriger ausfallen. Die Arbeitslosenquote liegt den Berechnungen nach im Jahresverlauf 2026 deutlich über dem Baseline-Pfad (+0,6 Prozentpunkte). Sektorale Effekte sind heterogen: Die Industrieproduktion könnte um 2,9 Prozent steigen, wird jedoch durch Rückgänge im Bau (-4,1 %) und in der Landwirtschaft (-1,4 %) mehr als ausgeglichen. Fiskalisch generieren die Zollmaßnahmen bis 2035 rund 2,7 Billionen US-Dollar; durch das schwächere Wachstum sinkt der Nettoeffekt jedoch auf etwa 2,3 Billionen US-Dollar.

Für die EU berechnet das Kieler Institut für Weltwirtschaft (2025) in seiner Analyse nach den Ankündigungen des US-EU-Handelsabkommens vom 27. / 28. Juli 2025 einen kurzfristigen negativen Produktionseffekt von minus 0,1 Prozent. Besonders betroffen wären Irland (-0,9 %), Luxemburg (-0,7 %) und Belgien (-0,3 %). Deutschland läge mit -0,13 Prozent leicht über dem EU-Durchschnitt, während Italien (-0,03 %) und Frankreich (-0,01 %) deutlich geringere Rückgänge verzeichnen würden. Eine separate Studie der Europäischen Kommission (2025c) – die allerdings noch auf den Zollankündigungen vom 2. April 2025 beruht – kommt zu dem Ergebnis, dass die Zölle das EU-BIP kurzfristig um gut 0,2 Prozent verringern könnten, während die EU-Exporte um 1,1 bis 1,5 Prozent zurückgehen dürften. Über negative Terms-of-Trade-Effekte fällt der Rückgang des real verfügbaren Einkommens dabei stärker aus; insgesamt sinkt der Realwert des Bruttoinlandsprodukts der EU in diesem Szenario um rund 0,4 Prozent. Sollten die US-Zölle dauerhaft bestehen bleiben, schätzt die Europäische Kommission den realen BIP-Verlust der EU auf etwa das Doppelte im Vergleich zum ersten Szenario, das von lediglich hoch-persistenten, aber nicht permanenten Zöllen ausgeht.

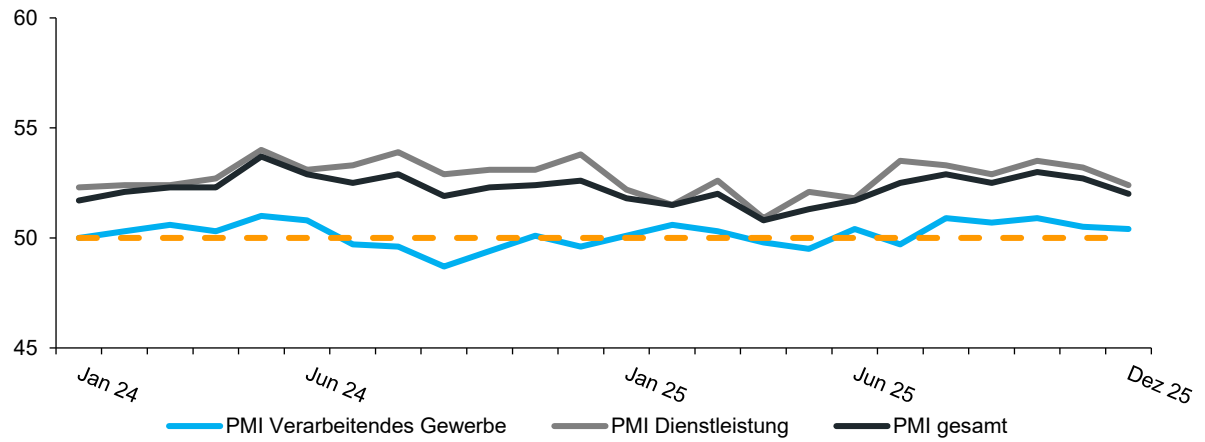
Insgesamt zeigen die vorliegenden Analysen, dass die US-Zollpolitik trotz einzelner Abschwächungen und Sonderfaktoren weiterhin spürbare Belastungen für die globale Konjunktur erzeugt. Die Effekte reichen von höheren Kosten und gedämpfter Nachfrage über anhaltende Unsicherheit bis zu messbaren Einbußen bei Output, Handel und realem Einkommen in nahezu allen großen Wirtschaftsregionen. Während Umfang und zeitlicher Verlauf der Wirkungen aufgrund nachträglicher Anpassungen der Maßnahmen und regional unterschiedlicher Reaktionen variieren, bleibt die übergeordnete Erkenntnis bestehen: Eine protektionistische Handelspolitik wirkt wie ein dauerhafter Bremsklotz für Wachstum, Handel und Wohlstand und schwächt damit die wirtschaftliche Dynamik weit über die Vereinigten Staaten hinaus.

## Ausblick 2026

Die konjunkturelle Entwicklung der Weltwirtschaft wird sich 2026 wohl leicht abschwächen, vor allem im ersten Halbjahr. Ab dem Sommer sollten die Triebkräfte der konjunkturellen Erholung wieder stärker greifen, insbesondere die makroökonomische Flankierung, die Finanzierungskonditionen und die Konsum- und Investitionsneigung (OECD 2025a, IWF 2025a).

Die kurzfristigen Indikatoren haben sich im letzten Quartal weltweit etwas schwächer dargestellt. So sank der Einkaufsmanagerindex für die Welt in allen Teilkomponenten leicht, blieb aber insgesamt auf Wachstumskurs. Für die USA sanken die Dienstleistungswerte schon seit dem Frühsommer 2025 und für die Industrie ab dem Spätsommer leicht ab, blieben aber in expansivem Territorium. In China sanken beide Teilindizes und der Gesamtindikator ebenfalls deutlich, wobei die Industrie jüngst zur Stagnation herabfiel. Im Euroraum stiegen dagegen die Dienste und der Gesamtindex kräftig an, während die Industrie im Stagnationsbereich verblieb. In Deutschland sanken ebenfalls im Herbst alle drei Indizes, wobei Dienstleistungen und die Gesamtwirtschaft noch auf Wachstumskurs blieben, während die Industrie wieder stärker in die Kontraktion abrutschte. Auch die Vertrauensindikatoren der Verbraucher blieben insbesondere in den Industrieländern insgesamt schwach und unter dem langfristigen Durchschnitt (OECD 2025).

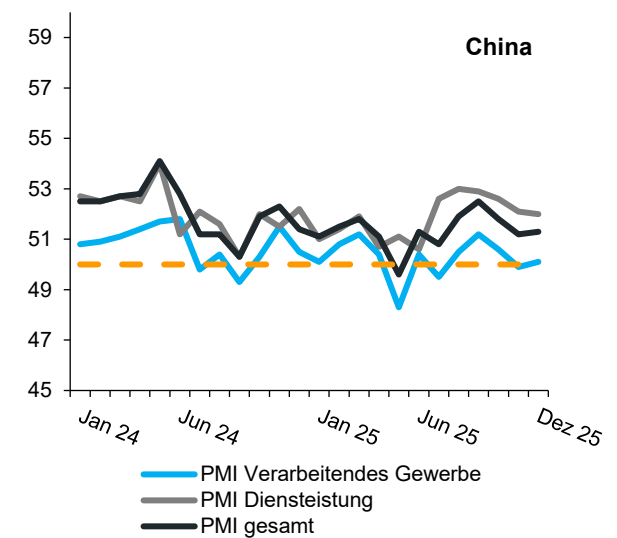
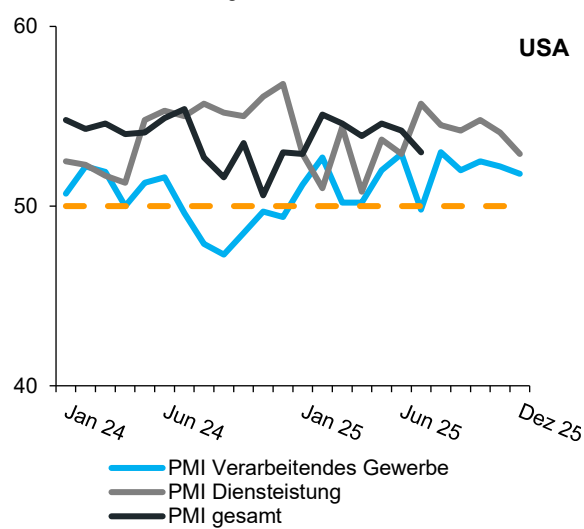
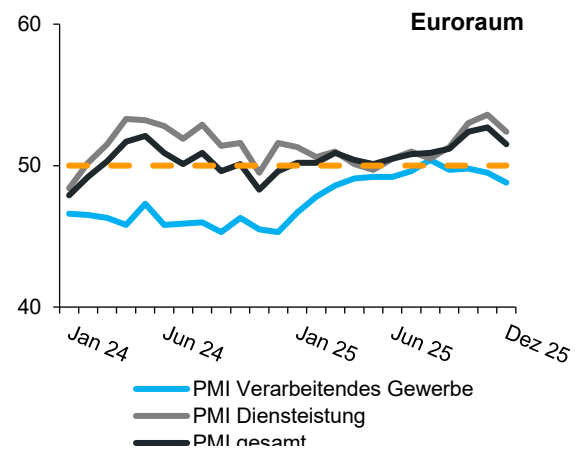
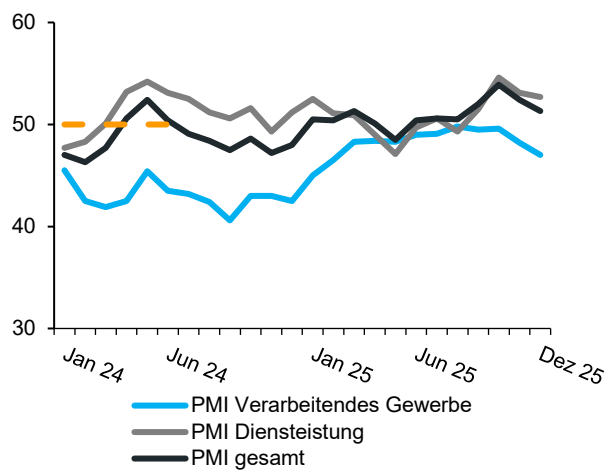
## Einkaufsmanagerindex Welt



Quelle: Macrobond



## Einkaufsmanagerindizes



Quelle: Macrobond



Wir rechnen mit einem Wachstum der Weltwirtschaft von drei Prozent, nach voraussichtlich 3,2 Prozent im letzten Jahr. Die Industrieländer dürften mit 1,5 Prozent nur mäßig wachsen, während die Entwicklungs- und Schwellenländer mit vier Prozent ebenfalls nur moderat zulegen. In drei der vier größten Wirtschaftsräume (China, Euroraum und Japan) dürfte sich das Wachstum leicht abschwächen, trotz finanzpolitischer Stimuli in Deutschland und in Japan. Allein Deutschland dürfte nach drei mauen Jahren eine Rückkehr zu nennenswertem Wachstum verzeichnen. Für China rechnen wir noch mit 4,5 Prozent Wachstum, für den Euroraum mit 1,1 Prozent, darunter Deutschland mit einem Prozent und für Japan mit 0,9 Prozent. Die Auswirkungen der jüngsten Zollandrohungen des US-Präsidenten gegenüber einigen europäischen Ländern sind in diesen Prognosen nicht berücksichtigt.

Die Aussichten für die USA sind auch ohne zusätzliche Zolleffekte bereits kompliziert. Die konjunkturelle Dynamik in den USA hat sich zuletzt etwas abgeschwächt, aber die eingesetzte Lockerung der Geldpolitik, das Inkrafttreten des Steuergesetzes mit einem Impuls für die Konsumausgaben, Nachholeffekte vom Regierungsstillstand und die Investitionsdynamik in der Künstlichen Intelligenz dürften trotz des rückläufigen Arbeitsangebots das Wachstum bei zwei Prozent halten.

Immerhin sollte die Inflation weltweit von 4,1 Prozent auf 3,8 Prozent im Jahr 2026 zurückgehen (IWF 2026). Geldpolitische Impulse werden jedoch weltweit überschaubar bleiben. Der Welthandel dürfte nicht mehr so stark wachsen wie im letzten Jahr, als er schneller als die Wirtschaftsleistung zunahm. Er wird aber voraussichtlich um 2¼ Prozent zulegen. Damit bliebe er im Jahr 2026 hinter dem weltwirtschaftlichen Wachstum zurück. Die asiatischen Schwellenländer werden über dem Schnitt liegen, da sie vom KI-Boom und der benötigten Hardware profitieren.

#### Wachstum des realen BIP 2026 gegenüber Vorjahr (in Prozent)

|                       |      |                    |      |
|-----------------------|------|--------------------|------|
| <b>Weltwirtschaft</b> | +3,0 | <b>Eurogebiet</b>  | +1,1 |
| <b>Welthandel</b>     | +2,5 | <b>EU</b>          | +1,4 |
| <b>USA</b>            | +2,0 | <b>Japan</b>       | +0,9 |
| <b>VR China</b>       | +4,5 | <b>Deutschland</b> | +1,0 |

Quelle: BDI



**Prognoseübersicht: Wachstum der realen Wirtschaftsleistung 2025/26/27 in Prozent**

|                      | 2025             |                   |                     | 2026             |                   |                     | 2027             |                   |                     |
|----------------------|------------------|-------------------|---------------------|------------------|-------------------|---------------------|------------------|-------------------|---------------------|
|                      | IWF <sup>1</sup> | OECD <sup>2</sup> | EU-KOM <sup>3</sup> | IWF <sup>1</sup> | OECD <sup>2</sup> | EU-KOM <sup>3</sup> | IWF <sup>1</sup> | OECD <sup>2</sup> | EU-KOM <sup>3</sup> |
| <b>Welt</b>          | 3,3              | 3,2 <sup>4</sup>  | 3,1                 | 3,3              | 2,9 <sup>4</sup>  | 3,1                 | 3,2              | 3,1 <sup>4</sup>  | 3,2                 |
| <b>USA</b>           | 2,1              | 2,0               | 1,8                 | 2,4              | 1,7               | 1,9                 | 2,0              | 1,9               | 2,1                 |
| <b>China</b>         | 5,0              | 5,0               | 4,8                 | 4,5              | 4,4               | 4,6                 | 4,0              | 4,3               | 4,4                 |
| <b>Japan</b>         | 1,1              | 1,3               | 1,1                 | 0,7              | 0,9               | 0,7                 | 0,6              | 0,9               | 0,7                 |
| <b>EU</b>            | 1,5              | -                 | 1,4                 | 1,5              | -                 | 1,4                 | 1,6              | -                 | 1,5                 |
| <b>Euroraum</b>      | 1,4              | 1,3               | 1,3                 | 1,3              | 1,2               | 1,2                 | 1,4              | 1,4               | 1,4                 |
| <b>Deutschland</b>   | 0,2              | 0,3               | 0,2                 | 1,1              | 1,0               | 1,2                 | 1,5              | 1,5               | 1,2                 |
| <b>Frankreich</b>    | 0,8              | 0,8               | 0,7                 | 1,0              | 1,0               | 0,9                 | 1,2              | 1,0               | 1,1                 |
| <b>Italien</b>       | 0,5              | 0,5               | 0,4                 | 0,7              | 0,6               | 0,8                 | 0,7              | 0,7               | 0,8                 |
| <b>Spanien</b>       | 2,9              | 2,9               | 2,9                 | 2,3              | 2,2               | 2,3                 | 1,9              | 1,8               | 2,0                 |
| <b>V. Königreich</b> | 1,4              | 1,4               | 1,4                 | 1,3              | 1,2               | 1,2                 | 1,5              | 1,3               | 1,4                 |
| <b>Indien</b>        | 7,3 <sup>5</sup> | 6,7               | 6,8                 | 6,4 <sup>5</sup> | 6,2               | 6,5                 | 6,4 <sup>5</sup> | 6,4               | 6,4                 |
| <b>Brasilien</b>     | 2,5              | 2,4               | 2,2                 | 1,6              | 1,7               | 1,8                 | 2,3              | 2,2               | 2,0                 |
| <b>Russland</b>      | 0,6              | 3,7*              | 0,8                 | 0,8              | 1,1*              | 1,1                 | 1,0              | --                | 1,2                 |

1: IWF (2026). Stand Januar.

2: OECD (2025). Stand Dezember. \*September. Prognose für Indien für Fiskaljahr, beginnend im April.

3: Europäische Kommission (2025). Stand November.

4: Prognose auf Grundlage von 70 Prozent des Welt-BIP (in Kaufkraftparitäten von 2013).

5: Angaben zu Indien für das Fiskaljahr und in laufenden Preisen.

**Die tieferen strukturellen Trends bleiben besorgniserregend**

Die meisten OECD-Ökonomien sowie China sind über die mittlere Frist auch von einer Reihe wachstumsschwächender struktureller Trends konfrontiert, denen nur wenige positive strukturelle Trends entgegenwirken. Neben den Verwerfungen in der internationalen Arbeitsteilung spielen auch genuin politische Faktoren eine Rolle (OECD 2025a, IWF 2025a).

So dürfte insbesondere in den nächsten Jahren das Arbeitsangebot in den Industrieländern durch den drastischen Rückgang der Nettomigration unter Druck geraten. Dies ist bereits in diesem Jahr in den USA zu beobachten, dürfte aber auch in anderen Ländern relevant werden. Dies führt auch zu sinkenden finanziellen Rückflüssen in den Herkunftsländern, typischerweise Entwicklungsländer. In Verbindung mit einer sinkenden Leistung der Industrie- an die Entwicklungsländer über die offizielle Entwicklungshilfe zeichnen sich auch schwierigere Rahmenbedingungen für die am wenigsten entwickelten Länder ab.

Zudem bleiben die Investitionstrends weltweit seit der Globalen Finanzkrise nachhaltig schwach. Dies betrifft vor allem Ausrüstungsinvestitionen, aber auch die Bauwirtschaft. Die weltweiten Investitionen in die digitale Transformation sind einer OECD-Studie (OECD 2025c) zufolge auch ausschließlich in den USA sehr dynamisch verlaufen, sowohl in Hardware als auch in Software.

Auch politischen Unsicherheiten über instabile Regierungen und knappe Parlamentsmehrheiten, populistische Strömungen und Gefährdungen der internationalen Sicherheit wirken sich negativ auf die Konsumneigung der privaten Haushalte aus, was zu einer höheren Sparneigung in vielen Volkswirtschaften führt. Insofern sind die Vertrauensindikatoren für Konsumenten, aber auch für Unternehmen in vielen Erhebungen wie etwa von der OECD und der Europäischen Kommission weiterhin unter ihren langfristigen Normalwerten.

Darüber hinaus ist in einer Vielzahl von Industrieländern im letzten Jahrzehnt die Zahl von spürbaren Reformen struktureller Natur zur Stärkung der Wachstumskräfte deutlich unter früheren Phasen zurückgeblieben. Dies ist umso problematischer, als die neuen Anforderungen an Sicherheit und Verteidigung, die in den meisten Industrie- und Schwellenländern einsetzende stärkere Alterung der Bevölkerung mit entsprechenden Konsequenzen für Produktivität und Sozialausgaben, die Anforderungen an die Dekarbonisierung der Wirtschaft aus der Klimagesetzgebung und wachsenden Resilienzanforderungen angesichts der Vermachtung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen eigentlich ein höheres Maß an Reformen erfordern würden, um überhaupt den finanziellen Spielraum für diese Aufgaben zu schaffen. Stattdessen sind in drei der vier führenden Volkswirtschaften der Welt Konsolidierungsanforderungen hintangestellt, mit problematischen mittelfristigen Konsequenzen. Deutschlands mittelfristiger Finanzausblick ist trotz der über einige Jahre ansteigenden Schuldenquote hingegen weiterhin solide.

### **Schwacher Ausblick für die zweite Hälfte des Jahrzehnts von Politik verursacht**

Für die mittlere Frist des laufenden Jahrzehnts wird das Wachstum der Weltwirtschaft mit durchschnittlich 3,2 Prozent in den Jahren 2026 – 2030 nach der mittelfristigen Projektion des IWFs wohl einen satten halben Prozentpunkt hinter die ersten zwanzig Jahre des Jahrhunderts zurückfallen. Der Dynamikeinbruch geht hauptsächlich auf wirtschaftspolitische Fehlentscheidungen zurück. Eine Rückkehr zu einer regelbasierten, liberalen Handelspolitik, eine breite Anwendung von Künstlicher Intelligenz, ein ambitionierteres Herangehen an überfällige strukturelle Reformen zur Stärkung des Arbeits- und Kapitaleinsatzes sowie des technischen Fortschritts und eine wachstums- und stabilitätskonforme Ausrichtung der Finanzpolitik insbesondere in den beiden größten Wirtschaftsräumen, den USA und der Volksrepublik China, könnte in der Summe das Wachstum auf über vier Prozent anheben. So argumentiert der Fonds, dass allein die Rückkehr zu einer regelbasierten, liberalen Handelspolitik mehr als einen halben Prozentpunkt wert sei. Künstliche Intelligenz kann im Schnitt knapp einen zweiten halben Punkt beitragen, und strukturelle Reformen könnten sicherlich das Potenzial noch in diesem Jahrzehnt um bis zu einem dritten halben Punkt verbessern. Von der Finanzpolitik wäre vor allem eine plausible Konsolidierungsperspektive zu verlangen, die die höheren Anforderungen an die öffentlichen Haushalte für Verteidigung und Resilienz, alterungsbedingte Mehrausgaben in den Industrieländern und die Transformationsförderung für Klimaschutz und Digitalisierung mittelfristig in Einklang bringt mit sinkenden Defiziten, einer sich verbessernden Schuldentragfähigkeit und der Rückeroberung finanzieller Puffer für zukünftige konjunkturelle Schocks. Aber von drei dieser vier Weichenstellungen ist die Weltwirtschaft ein gerütteltes Maß entfernt: sehr weit von einer liberalen Handels- und einer soliden Finanzpo-

litik der großen Wirtschaftsräume, sehr weit von einem Gesamtpaket an Strukturreformen in den allermeisten Industrie- und Schwellenländern, allen voran China, aber immerhin mit Chancen bei der Künstlichen Intelligenz.

Der schwache Ausblick trifft vor allem die ärmsten Länder hart, da für sie der derzeitige Mix aus relativ teuren Finanzierungskonditionen, rückläufigen Entwicklungshilfeleistungen, geringeren Emigrationsströmen und politisierten Welthandelsbeziehungen eine besonders gravierende Bremse darstellt. Zudem wären sie von Korrekturen auf den Finanzmärkten, wenn die derzeitige hohe Risikofreude der Investoren sich schockhaft ändern würde, auch in besonderer Weise gefährdet.

### **Der zweite Chinaschock trifft den Rest der Welt, vor allem Deutschland, hart**

#### **Makroökonomische Fehlsteuerungen ohne ausreichende Korrekturen**

Die weltwirtschaftliche Erholung wird ebenfalls von den Fehlsteuerungen in der chinesischen Wirtschaftspolitik beeinträchtigt, die im letzten Jahrzehnt nochmals zugenommen haben (siehe aus der Vielzahl der Beiträge zum Thema zuletzt IWF 2025b, 2024 und Lee 2025). Erst seit ein bis zwei Jahren versucht die chinesische Führung, die Konsumausgaben, die soziale Sicherheit und die Dienstleistungen wieder zu stärken und die Überinvestitionen im Verarbeitenden Gewerbe einzudämmen (IWF 2025b). Gleichwohl bleiben gravierende Ungleichgewichte bestehen, und die inländische Deflation hat eine reale Abwertung des RMB herbeigeführt, die den Exportüberschuss hochhält.

Das von der internationalen Gemeinschaft angemahnte *Rebalancing* der chinesischen Wirtschaft von sehr hoher Ersparnis und Investitionstätigkeit zu höherem Konsum, von industrieller Produktion zu Dienstleistungen und von der Außenwirtschaft zur Binnenwirtschaft ist in den letzten Jahren nicht in größerem Umfang eingetreten und wird auch bis 2030 kaum durchgreifend gelingen. So sah etwa die regelmäßige Überwachung Chinas durch den IWF zwischen 2023 und 2030 noch 2023 nahezu keine Veränderungen bei Spar- und Investitionsquoten voraus, die beide in der Nähe von 42 Prozent verharren (IWF 2024). Die Details der jüngsten Überprüfung sind noch nicht veröffentlicht.

Die chinesische Führung hat zumindest 2025 Akzente für Konsumausgaben zur Stützung des Fünf-Prozent-Wachstumsziels gesetzt. Zudem hat sie trotz einer gewissen Konsolidierungsrhetorik angesichts der ausgeprägten Schwäche der Inlandsnachfrage den Kurs einer soliden Finanzpolitik hintangestellt und gesamtstaatliche Haushaltsdefizite in der Höhe von über sieben Prozent bei nominalen Wachstumsraten von knapp fünf Prozent hingenommen. Die strukturelle Haushaltsposition dürfte sich sogar weiter von gut 7,5 Prozent auf über acht Prozent Defizit verschlechtern. Unter Einbeziehung aller Ebenen und nachgeordneten Einrichtungen (Kommunalfinanzierungsvehikel und staatliche Fonds) liegt die jährliche Verschuldung ohnehin seit 2017 kontinuierlich über zehn Prozent der Wirtschaftsleistung (IWF 2024). Insofern ist auch der rapide Anstieg der Staatsschuldenquote von rund 80 Prozent 2018 auf über 120 Prozent derzeit mit Perspektive 150 Prozent zum Ende des Jahrzehnts nicht ohne Risiken.

Dieser kurzfristigen Stimulierung müsste eine Konsolidierung nachfolgen, sobald die deflationären Trends unter Kontrolle sind. Die schwache Inlandsnachfrage und Deflation hat jedoch zu einer realen Abwertung des RMB geführt. Der IWF schätzt, dass der Handelsbilanzüberschuss bei Waren über die nächsten Jahre konstant bei 3,5 Prozent der Wirtschaftsleistung liegen dürfte, während immerhin die Leistungsbilanz von 1,5 Prozent Überschuss in Richtung ein Prozent zurückgehen sollte. Es bleibt abzuwarten, ob die explizite Strategie der KP, die Überinvestitionen zu beenden und eine gewisse Konsolidierung in der Industrie herbeizuführen, zünden werden. Immerhin haben die Investitionen im Jahresverlauf deutlich nachgegeben, die Monatsraten sind im vierten Quartal ins Minus gerutscht.

## Industriepolitik Teil der Fehlsteuerung

Gleichwohl verfolgt die chinesische Führung aufgrund übergeordneter außen- und sicherheitspolitischer Ziele (Doshi 2024, Lee 2025) eine konsequente Strategie der Importsubstitution und der massiven Subventionierung strategischer Industrien, die mit einem erheblichen Konfliktpotenzial mit dem Rest der Welt einhergehen. In den letzten drei Jahrzehnten hat China die grundsätzlich angezeigte Reallokation von Investitionen zu Konsum wirtschaftspolitisch weitgehend verweigert. Stattdessen hat die KP China insbesondere im letzten Jahrzehnt aus einer Reihe von sicherheits-, macht- und Ideologie-bedingten Gründen die Verlagerung von Ressourcen in die industrielle Wertschöpfung weiter angefacht. Einer unvollständigen Analyse der OECD zufolge liegen die Subventionen mit über vier Prozent der Wirtschaftsleistung zwei- bis viermal so hoch wie in den USA bzw. der EU, andere Studien kommen zu noch höheren Werten (OECD 2023, Boullenois et al. 2025, Oxford Economics 2024). Im speziellen Fall der Automobile lag die Förderung in China bei rund zwei Prozent der Umsatzrendite, während im OECD-Durchschnitt ein halbes Prozent zu verzeichnen sind (OECD 2025b). Eine grundlegende Analyse der Europäischen Kommission zu Chinas Status als Marktwirtschaft nach WTO-Regeln erfasst weitere Fördersachverhalte, die nahelegen, dass in manchen wesentlichen Feldern die chinesischen Fördermaßnahmen ein Mehrfaches über den Maßnahmen westlicher Industrieländer gelegen haben, z. B. bei Batterien (Europäische Kommission 2024).

Als wesentliche Ziele sind die Förderung der heimischen Produktion, eine drastische Reduktion der Importabhängigkeit Chinas, die Dominanz von bestimmten Produktgruppen im Weltmarkt und andere energie- bzw. technologiepolitische Ziele, z. B. die Förderung der „neuen Produktivkräfte“ (u. a. Erneuerbare, Elektrofahrzeuge und andere Transportmittel, Chemikalien, Metallprodukte) in verschiedenen breiten Politikansätzen hinterlegt worden. Diese schon an sich problematischen Weichenstellungen wurden in den letzten Jahren angesichts der deflationären Tendenzen in der Gesamtwirtschaft in der Folge der massiven Korrektur des Immobilienmarkts, seinerseits eine Folge wirtschaftspolitischer Fehlsteuerungen im Jahrzehnt zuvor und der komplementären Schwäche des privaten Konsums und der darauf bezogenen Dienstleistungen nochmals verschärft. Damit sollten die nicht zum Bausektor zählenden Ausrüstungs- und Forschungsinvestitionen sowie der Außenbeitrag die Erreichung des übergeordneten Wachstumsziels des 13. und 14. Fünfjahresplans (2016 – 2020, 2021 – 2025) sichern. In den Vorschlägen zum 15. Fünfjahresplan, der ab März 2026 gelten soll, sind zwar Anzeichen für partielle Korrekturen vorgesehen, aber kein Strategieschwenk.

## Übergeordnete Maßnahmen und Instrumente weit über OECD-Niveau hinaus

Zu den wichtigsten Initiativen der Industriepolitik zählen u. a. die „*Made in China 2025*“-Strategie aus dem Jahr 2015, in gewissem Umfang auch die Initiative Neue Seidenstraße, mit der Überkapazitäten der chinesischen Bauwirtschaft für Infrastrukturvorhaben im Ausland genutzt werden sollten, die Strategie des „dualen Kreislaufs“ des 14. Fünfjahresplans und weitere sektorspezifische Maßnahmen. Über die letzten drei Fünfjahres-Pläne wurden somit Vorgaben nicht nur für das Wachstum, sondern implizit auch für die industrielle Produktion gesetzt. Diese werden von der Zentralregierung über Programme, in starkem Maß jedoch auch unkoordiniert durch die Provinzregierungen in Fördermaßnahmen ohne Blick auf Rentabilität und Kapazitätsauslastung übersetzt. In anderen Feldern vollzog sich die Importsubstitution und Exportmarkteroberung etwas geräuschärmer, etwa im weltweiten Schiffbau, in dem China die beiden Marktführer der 2010er Jahre, Korea und Japan, mit dem Einsatz der üblichen industriepolitischen Instrumente von den Plätzen verwies, wobei die Förderung in der kritischen Phase von 2006 – 2013 etwa die Hälfte der Umsätze der chinesischen Schiffbauer ausmachte (Barwick et al. 2024). In der Flugzeugproduktion befindet sich China trotz massiver Fördermaßnahmen dagegen noch in einer frühen Phase mit ausländischer Dominanz.

Die Umsetzung der industriepolitischen Ziele erfolgte in einem breiten Ansatz, der direkte Zuschüsse des Zentralhaushalts und der Provinzhaushalte, politisch induzierte Kredite des Staatsbankensektors, explizite präferenzielle Kredite, staatliche Investitionsfonds, Produktionsfaktor-, Produktions- und Exportsubventionen, explizite Investitionen in die vorgelagerte Wertschöpfungsstufen insbesondere bei kritischen Rohstoffen und deren Verarbeitung, dediziert geringe Regulierung und Bepreisung von Umweltexternalitäten und andere Förderinstrumente umfasste. In regelmäßiger Abfolge in verschiedenen Branchen und Technologiefelder entstanden somit inländische Überinvestitionen bei scharfem anfänglichem Wettbewerb, eine rasche Kostendegression bei mangelnder Rentabilität einer Vielzahl von Anbietern, einer nachfolgenden Orientierung der besten Firmen am Weltmarkt, der zu sehr niedrigen Produktionskosten erobert wird und im dritten Schritt einer nachfolgenden begrenzten Konsolidierung des Inlandmarkts sowie einer Rückführung der anfänglich massiven Fördermaßnahmen. Getrieben wurde dies in den letzten Jahren vor allem durch die Provinzregierungen; für diese sank im Zuge der Immobilienmarktkrise und zentraler Vorgaben die lukrative Quelle des Verkaufs von Gewerbeflächen. Stattdessen betätigten sich die Provinzregierungen de facto als Start-up-Investoren, die ein Maximum an industrieller Wertschöpfung durch Subventionen anziehen wollten, um ein entsprechend höheres Mehrwertsteueraufkommen, das daran gekoppelt war, zu generieren. Die Überinvestition war und ist systemisch (Lee 2025).

## Produzentenpreisdeflation und RMB-Abwertung

In den letzten drei Jahren kamen zudem noch drastische Kosten- und Preisverschiebungen zwischen China und dem Rest der Welt hinzu. So führte die industrielle Überproduktion in China einerseits seit 2019 zu einem Rückgang der Produzentenpreise um etwa zehn Prozent, während diese insbesondere in Europa durch den Krieg Russlands gegen die Ukraine und die dadurch ausgelösten Preissteigerungen bei Energieträgern sowie dem allgemeinen Inflationsschock um gut zwanzig Prozent stiegen (Deutsche Bank Research 2025). Seit gut einem Jahr verfolgt nun China eine Konsolidierungspolitik für den Industriesektor, durch die Überkapazitäten abgebaut und Produzentenpreise stabilisiert werden sollen. Dies dürfte 2026 zu einer leichten Erholung der Produzentenpreise führe, aber kaum das Delta zur Entwicklung im Euroraum ändern (Deutsche Bank Research 2025a).

Zugleich wertete der Renminbi gegenüber wichtigen Handelspartnern stark ab. Für das Jahr 2024 schätzte der Fonds, dass der Außenwert des RMB real und handelsgewichtet etwa 8,5 Prozent unterbewertet war (IWF 2025b). Entscheidend war jedoch, dass der reale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber dem Renminbi um 20 Prozent bis 2024 gestiegen ist, während der reale Außenwert des Euro gegenüber dem Rest der Welt mehr oder minder konstant blieb (EZB 2024). In einigen Produktgruppen liegen die Unterschiede aufgrund der realen Aufwertung sogar über 30 Prozent, etwa bei Metallerzeugnissen und Papier. Bei Chemikalien liegt die Differenz auf dem Durchschnittswert, während die Differenz bei Maschinen und Automobilen über 15 Prozent liegt. Dies hat dazu geführt, dass chinesische Firmen derzeit in hohem Maße Kostenvorteile gegenüber Europa, und zum Teil auch dem Rest der Welt, aufweisen und entsprechend Marktanteile erobern. In jedem Fall würde ein echtes Rebalancing in Verbindung mit einer stärker marktgetriebenen realen Aufwertung des Renminbis dazu beitragen, die außenwirtschaftlichen Verhältnisse auf bessere Grundlagen zu stellen.

## China-Schock trifft nun Europa, vor allem Deutschland

In den letzten drei Jahren hat sich daher ein zweiter „China-Schock“ für die Industrieländer, insbesondere in Europa, ergeben (Birkenbach et al. 2024, Tordoir und Setzer 2025, Matthes 2025 a, b, The Economist 2025), dessen einzelne Dimensionen weder in der Fachdiskussion noch in der breiteren Öffentlichkeit ausreichend beachtet werden. Die Deutsche Bundesbank, die Europäische Zentralbank und mehrere Forschungsinstitute haben in Studien aufgezeigt, wie tiefgreifend und flächendeckend die Auswirkungen auf den weltweiten Güterhandel sind (Bundesbank 2025, Europäische Zentralbank 2024, Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2025). Kurz gefasst bedeutet dies, dass die elf Prozentpunkte, die Exporteure des Euro-Raums in den letzten 25 Jahren an Weltmarktanteilen bei Nicht-Energiegütern verloren haben, einem fünfzehnprozentigen Anstieg des chinesischen Anteils gegenüberstehen. So sank der Anteil des Euroraums von gut 26 auf etwa 15 Prozent, während der chinesische Anteil von knapp sieben auf über 20 Prozent anstieg. Zwischen 2015 und 2020 lagen die beiden Wirtschaftsräume nahezu gleichauf, seither hat sich die Kluft um fünf Punkte geöffnet.

Die deutsche Wirtschaft ist in besonderem Maß von diesen Fehlentwicklungen betroffen, da sich die chinesische Industriepolitik im Kern auch vor allem auf diejenigen Branchen erstreckt hat, in denen Deutschland in der Vergangenheit komparative Vorteile aufwies. Selbst wenn man vom rasanten Wandel der Vorlieben chinesischer Autokäufer für heimische, elektrische und anders ausgestaltete Fahrzeuge und Sondersteuern auf hochwertige, vornehmlich deutsche Fahrzeuge absieht, ist eine seit 2012 gesunkene Wettbewerbsfähigkeit deutscher Produzenten nicht allein ein marktgetriebenes Phänomen, sondern eine Folge chinesischer Politik. Im Ergebnis haben insbesondere die deutsche Automobil- und die Chemieindustrie zwar immer noch komparative Vorteile aufzuweisen, die chinesischen Branchen haben jedoch erheblich aufgeholt. Nichts anderes war auch explizit Ziel der „*Made in China 2025*“-Strategie der chinesischen Führung.

Insgesamt betrachtet belastete der zeitgleiche Einbruch des Exports bei einem Anstieg des Imports aus China für sich genommen bereits die deutsche Wirtschaftsleistung mit rund einem halben Prozentpunkt der Wirtschaftsleistung.

## Für die EU insgesamt etwas geringere Effekte

China ist nach den USA der zweitwichtigste Handelspartner der EU, doch die wirtschaftliche Verflechtung entwickelt sich zunehmend asymmetrisch. So ist das bilaterale Defizit im Warenhandel von 150 Milliarden Euro 2015 auf heute über 300 Milliarden Euro angestiegen, nach einem Zwischenhoch von knapp 400 Milliarden Euro 2022. Der Anteil der Warenexporte der EU nach China an den gesamten Extra-EU-Exporten ist von etwa acht Prozent im Jahr 2015 auf 10,5 Prozent in der Spitze 2020 angestiegen und seither wieder auf gut acht Prozent zurückgefallen. Zwar stiegen die Exporte nach China zwischen 2020 und 2024 nominal ganz leicht an, jedoch deutlich weniger als die gesamten Extra-EU-Exporte, wodurch der Anteil sank. Der Anteil Chinas an den Importen ist von 18 Prozent 2015 auf 22,4 Prozent in der Spitze 2020 gestiegen, hat sich 2022-23 unter 21 Prozent abgesenkt und

ist dann wieder leicht gestiegen. Die Importwerte sind von knapp 300 Milliarden Euro 2015 auf 385 Milliarden Euro bis 2020 kontinuierlich angestiegen und dann durch den Covid-Preisschock auf 628 Milliarden Euro 2022 geklommen, jedoch 2023/24 auf gut 520 Milliarden Euro zurückgegangen. Die Importwerte stabilisierten sich somit im vorletzten Jahr, aber die Importmengen aus der Volksrepublik legten um 20 Prozent zu (siehe BDI 2025b). Zudem haben die Produzentenpreis- und Wechselkursverschiebungen dazu geführt, dass sich die chinesischen Einfuhren auf einem Niveau von gut 25 Prozent über dem Vor-Corona-Stand eingependelt und entsprechende Produktionseinbußen in der EU hervorgerufen haben.

Die chinesischen Exportpreise in die EU folgten keinem besonderen Muster (Deutsche Bank Research 2025a). Während des COVID-Preisschocks 2021/22 stiegen sie um gut 35 Prozent an; seither fielen sie auf das Niveau von Ende 2020 und damit auf das Ausgangsniveau vor dem Schock zurück. Die Europäische Kommission sieht zwar keine massive Handelsumlenkung vorliegen, identifiziert jedoch in ihrer handelspolitischen *Heatmap* erhebliche Anzeichen für möglicherweise schädliche Importanstiege in den Feldern Textil und Bekleidung, Chemikalien, Maschinen und Kraftfahrzeuge sowie überdurchschnittliche Anzeichen bei den Produktgruppen Gummi und Plastik, Metalle, Computer und elektrische Ausrüstungen (Europäische Kommission 2025b).

### **Wettbewerb auf chinesischem Markt, auf Drittmärkten und in der EU wird härter**

Die Wettbewerbspositionen deutscher und europäischer Firmen lassen sich in vielen Fällen nicht gegen politisch flankierte chinesische Firmen aufrechterhalten. Insofern verwundert es nicht, dass nicht nur im deutschen bzw. europäischen Export nach China Strukturbrüche und seit mehreren Jahren kontinuierliche absolute Rückgänge zu verzeichnen sind, sondern insbesondere deutsche Firmen Weltmarktanteile auf Drittmärkten verlieren und auf dem Inlandsmarkt unter Wettbewerbsdruck geraten. Produzentenpreisunterschiede von 30 – 50 Prozent bieten einen breiten Spielraum für unterschiedliche chinesischen Marktzugangsstrategien.

Zudem führt dies dazu, dass trotz der Vielzahl an eher problematischen Rahmenbedingungen erneut Unternehmen aus dem Rest der Welt China für die Exportproduktion entdecken und neue Anlagen nicht nur für den chinesischen Markt, sondern auch als Exportplattform durch Auslandsdirektinvestitionen erschließen, was zumindest im Hinblick auf Resilienz Fragen aufwirft.

### **Internationale Konflikte sind unausweichlich**

Dies wäre alles für die Weltwirtschaft nicht sonderlich relevant gewesen, wenn Chinas Anteil an der Weltindustrieproduktion nicht mittlerweile auf über 30 Prozent angewachsen wäre. Wenn jedoch der führende Markt in diesem Stil die internationale Arbeitsteilung massiv zugunsten heimischer Produzenten verzerrt, führt dies unweigerlich zu internationalen Konflikten und hilft auch der chinesischen Volkswirtschaft nicht dauerhaft. Darauf hat u. a. auch IWF-Chefin Georgieva mehrfach hingewiesen. Dies geht mittlerweile weit über den ersten großen Fall der Stahlindustrie hinaus, in der seit über zehn Jahren eine Überproduktion in China in Verbindung mit wachsenden Weltmarktanteilen, Dumping und anderen Problemen trotz diverser Handelsschutzmaßnahmen des Rests der Welt Strukturanpassungsprobleme in Industrie- und anderen Schwellenländern auslöst. Hinzu kommt, dass der Rest der Welt, insbesondere die Industrieländer, zwar eine Vielzahl von Schutzmaßnahmen ergreift, zu der WTO-konformen Anti-Dumping- und Anti-Subventionsmaßnahmen zählen, die aber in Einzelfällen auch deutlich darüber hinausgehen, etwa die Zollmaßnahmen der USA, aber auch Marktschließungen gegenüber chinesischen batterieelektrischen Fahrzeugen, u. a. durch die USA und einige asiatische Industrieländer. All dies hat den Ansturm der chinesischen Firmen jedoch nur abbremsen können.

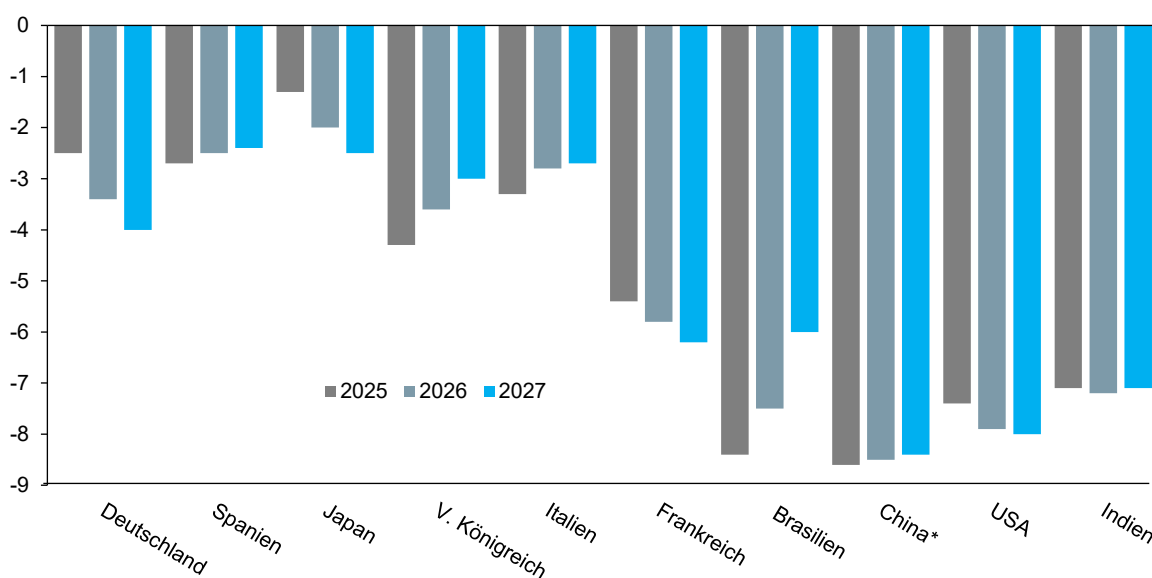
In der mittelfristigen Perspektiven ist es zwar bereits zu einer gewissen Erholung der Produzentenpreise in China gekommen. Der IWF nimmt auch an, dass angesichts der erwarteten Abschwächung des chinesischen Wachstumspfad, der fundamental wie wirtschaftspolitisch getrieben ist, eine allmähliche reale Aufwertung des Renminbis zu erwarten ist. Angesichts fortgesetzter hoher Subventionen für die Industrieproduktion aus allen Kanälen dürfte jedoch das internationale Konfliktpotenzial noch einige Jahre sehr hoch bleiben.

## Finanzpolitik weltweit sehr heterogen

In den Industrieländern insgesamt wird sich die Ausrichtung der Finanzpolitik in diesem Jahr kaum ändern und weitgehend neutral sein. Die Haushaltsdefizite werden mit durchschnittlich gut viereinhalb Prozent der Wirtschaftsleistung weiterhin hoch liegen, insbesondere gemessen daran, dass das Wachstum wieder nahe am Potenzialwachstum liegt und insofern eine schrittweise Konsolidierung angezeigt wäre (OECD 2025). 2026 werden in vielen Ländern die Defizite leicht ansteigen, erst 2027 könnte sich der Trend umkehren. In den USA ist jedoch keine Besserung in Sicht, das Land wird über die nächsten beiden Jahre Defizite von mehr als 7,5 Prozent, Primärdefizite von über drei Prozent und einen weiteren Anstieg der Schuldenquote aufweisen. Im Euroraum steht der deutschen Fiskalexpansion eine leichte Straffung in Frankreich und Italien gegenüber. Bei den kleineren Volkswirtschaften in Europa gibt es große Varianz. Insgesamt wird sich die finanzpolitische Ausrichtung im Euroraum kaum ändern, die Primärdefizite bleiben bei leicht über einem Prozent. Japan setzt dagegen auf einen kräftigen Stimulus, während das Vereinigte Königreich eine ambitionierte Konsolidierung verfolgt. In den Entwicklungs- und Schwellenländern dürfte sich in der Summe eine leichte Konsolidierung von einem Viertelprozentpunkt der Wirtschaftsleistung abzeichnen, wobei China weiterhin markant hohe Primärdefizite aufweist.

Diese wenig ambitionierte Ausrichtung der Finanzpolitik in vielen großen Volkswirtschaften trifft auf ein Umfeld schwachen Wachstums, wieder deutlich angestiegener realer langfristiger Zinsen, v. a. in den USA und im Vereinigten Königreich und erheblichem Ausgabendruck für Verteidigung und Soziales. Insofern werden die Schuldenquoten in den Industrie- wie den Entwicklungs- und Schwellenländern bis 2030 weiterhin im Schnitt leicht ansteigen, mit markanten Zuwächsen in den Fällen der USA und der Volksrepublik Chinas (IWF 2025).

Haushaltsdefizite 2025-27 in Prozent des BIP



\*Zentralhaushalt, ohne Verschuldung Provinzen und Staatsunternehmen

Quelle: IWF

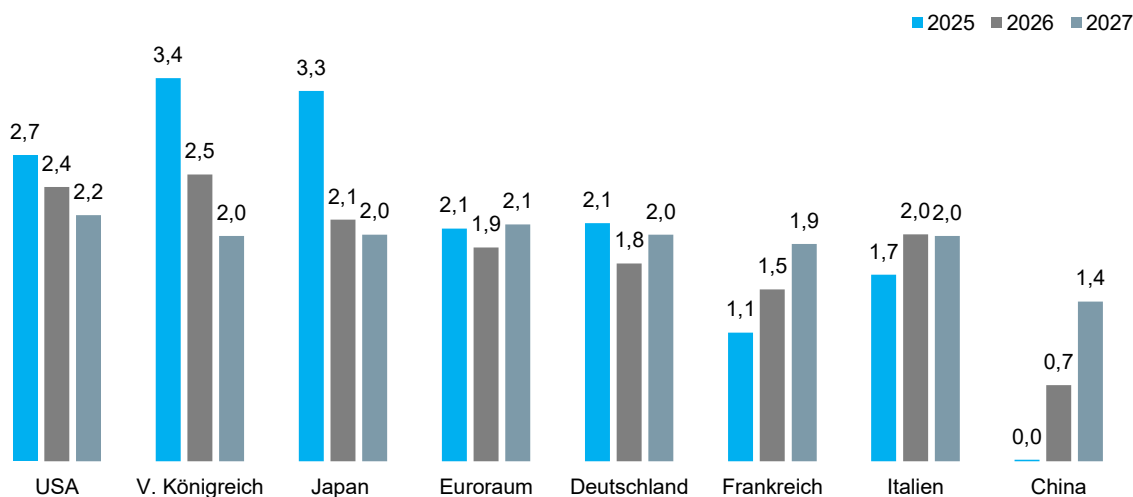
## Geldpolitik weltweit

### Fortschreitende Normalisierung von Inflation und Geldpolitik in den meisten Ländern

Die weltweite Inflationsdynamik hat sich 2025 deutlich abgeschwächt, bleibt jedoch heterogen. Nach Schätzungen des IWF lag die globale Teuerung im Jahresdurchschnitt bei 4,1 Prozent, für 2026 wird ein Rückgang auf 3,8 Prozent erwartet (IWF 2026). In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften betrug die Inflation 2025 rund 2,5 Prozent und dürfte 2026 auf 2,2 Prozent sinken, während sie in Schwellen- und Entwicklungsländern von 5,2 Prozent auf 4,8 Prozent zurückgeht (IWF 2025). Auch die OECD sieht eine weitere Normalisierung: In den G20-Ländern soll die Inflation von 3,4 Prozent im Jahr 2025 auf 2,8 Prozent in 2026 und 2,5 Prozent in 2027 fallen; bis Mitte 2027 wird in fast allen großen Volkswirtschaften die Rückkehr zum Zielwert erwartet (OECD 2025).

Die geldpolitische Straffung der Vorjahre hat wesentlich zur Disinflation beigetragen. Viele Zentralbanken haben Zinssenkungen eingeleitet, bleiben teils jedoch vorsichtig, da die Inflation in einigen Ländern noch über den Zielwerten liegt. In den USA wirken die jüngsten Zollerhebungen als angebotsseitiger Schock, der insbesondere die Güterpreise erhöht. Gleichzeitig belasten die Zölle die wirtschaftliche Aktivität, was dämpfend auf die Nachfrage wirkt (IWF 2025). Im Euroraum liegt die Teuerung inzwischen nahe dem Zwei-Prozent-Ziel, während sie im Vereinigten Königreich und in Japan weiterhin leicht darüber verharrt, teils aufgrund von Steueranpassungen und kräftigen Lohnsteigerungen (OECD 2025). In China bleibt die Inflation extrem niedrig; die Einführung von *Anti-Involution*-Maßnahmen soll Überkapazitäten abbauen und mittelfristig für etwas höhere Verbraucherpreise sorgen (OECD 2025).

Inflationsprognosen\* 2025, 2026 und 2027



\*in Prozent gegenüber Vorjahr

Quelle: IWF

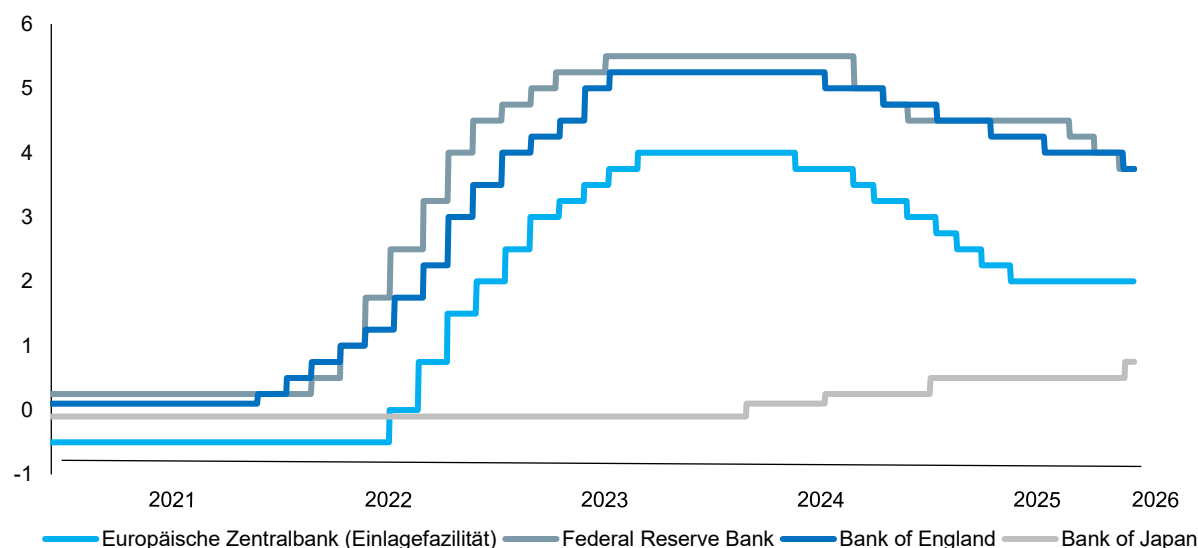


Auffällig ist die unterschiedliche Entwicklung zwischen Güter- und Dienstleistungsinflation: Während die Güterpreise zuletzt im OECD-Raum wieder leicht anzogen, bleibt die Dienstleistungsinflation hartnäckig hoch, insbesondere in arbeitsintensiven Bereichen wie Gastronomie und Freizeit. Kurzfristige

Inflationserwartungen der Haushalte sind in einigen Ländern wie den USA und Griechenland gestiegen, während mittelfristige Erwartungen stabil, aber teils über den Zielwerten liegen. Realzinsen bleiben trotz erster Leitzinssenkungen vielerorts restriktiv, bewegen sich aber bis Ende 2026 voraussichtlich wieder in Richtung neutraler Niveaus (OECD 2025).

Die Arbeitsmärkte zeigen Anzeichen einer Abschwächung und dürften sich weiter lockern, was zusätzlichen Druck auf die Lohnkosten und die Inflation nach unten ausübt. Die OECD (2025) erwartet für den Median der OECD-Länder einen Anstieg der Arbeitslosenquote von 5,2 Prozent (2024) auf 5,7 Prozent im Jahr 2026. Nominale Lohnzuwächse haben sich in den meisten Volkswirtschaften verlangsamt, bleiben aber in einigen Ländern aufgrund von Mindestlohnanhebungen oder Indexierungsmechanismen hoch. In Japan und einigen osteuropäischen Ländern tragen kräftige Lohnsteigerungen zur hartnäckigen Dienstleistungsinflation bei, während in den USA und im Euroraum moderatere Lohnzuwächse und eine leichte Produktivitätsverbesserung die Kostenbelastung etwas verringern (OECD 2025). Insgesamt dürfte die Kombination aus nachlassendem Lohndruck und steigender Produktivität die Inflation weiter senken und den geldpolitischen Spielraum für eine Normalisierung vergrößern.

#### Leitzins im internationalen Umfeld



Quelle: Macrobond



#### US-Geldpolitik zwischen Inflationsdruck, Arbeitsmarktschwäche und politischer Unsicherheit

Die US-Notenbank befindet sich Anfang 2026 in einem schwierigen Zielkonflikt: Während der Arbeitsmarkt zunehmend an Dynamik verliert – die Beschäftigungszuwächse haben sich abgeschwächt und die Arbeitslosenquote ist bis September 2025 auf 4,4 Prozent gestiegen (Federal Reserve 2025a) – bleibt die Inflation höher als gewünscht. Laut dem *Bureau of Labor Statistics* (2026) stieg der Verbraucherpreisindex im Dezember um 2,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr, wobei die Kerninflation bei 2,6 Prozent lag. Die Teuerung hat sich 2025 erneut beschleunigt, da die Auswirkungen höherer Importzölle inzwischen zunehmend an die Verbraucher weitergegeben werden (IMF 2025, Europäische Kommission 2025a). Zwar sind die längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin gut verankert und der zugrunde liegende Preisdruck wirkt insgesamt gedämpft, doch kurzfristig bleiben die Inflationsrisiken eher nach oben gerichtet (Federal Reserve 2025a, OECD 2025). Für die Fed ergibt sich daraus

eine ökonomisch sensible Lage: Eine zu starke geldpolitische Lockerung könnte die Inflation erneut antreiben, während ein zu restriktiver Kurs die bereits nachlassende Beschäftigung belasten würde.

Vor diesem Hintergrund hat die Fed auf ihrer jüngsten Sitzung am 10. Dezember 2025 den Leitzins um 25 Basispunkte auf  $3\frac{1}{2}$  bis  $3\frac{3}{4}$  Prozent gesenkt und gleichzeitig beschlossen, wieder kurzfristige Staatsanleihen zu kaufen, um die Liquidität am Geldmarkt stabil zu halten (Federal Reserve 2025a, 2025b). Trotz der zuletzt höheren Inflation begründete die Fed diesen Schritt mit den gestiegenen Abwärtsrisiken für den Arbeitsmarkt und der Einschätzung, dass die durch die Zölle ausgelösten Preisschübe vor allem temporärer Natur seien. Chair Jerome Powell betonte dabei, dass die neuen Käufe kurzfristiger Staatsanleihen ausschließlich dem Zweck dienen, ein ausreichendes Reserveniveau sicherzustellen und die Kontrolle über den Leitzins zu gewährleisten (Federal Reserve 2025a). Auch wenn der Zweck formal technischer Natur ist, könnten die zusätzlichen Reserven tendenziell leicht dämpfend auf kurzfristige Finanzierungskosten wirken – und damit geringfügig unterstützend für die Finanzierungsbedingungen. Insgesamt hat die Fed seit September 2025 drei Zinssenkungen vorgenommen und befindet sich nun aus ihrer Sicht in der Nähe eines neutralen Zinsniveaus, das laut Powell eine abwartendere Haltung erlaubt. Gleichzeitig betonte die Fed, dass die Risiken kurzfristig weiterhin asymmetrisch bleiben, mit tendenziell höheren Inflationsrisiken und gestiegenen Abwärtsrisiken für den Arbeitsmarkt, sodass die weitere geldpolitische Ausrichtung stark von den eingehenden Daten abhängt und mit ungewöhnlich hoher Unsicherheit behaftet bleibt (Federal Reserve 2025a).

Angesichts dieser Lage richtet sich der Blick zunehmend darauf, wie sich der Inflationspfad im Jahr 2026 entwickeln dürfte. Wie vorab dargestellt, geht die Fed davon aus, dass die durch die Zollerhöhungen ausgelösten Preisschübe vor allem kurzfristiger Natur sind und die Inflation deshalb bis Ende 2026 auf etwa 2,4 Prozent zurückgehen wird (Federal Reserve 2025a). Internationale Organisationen rechnen dagegen damit, dass ein Teil der Zolleffekte noch etwas länger nachwirkt und sehen die jährliche Teuerung 2026 in der Größenordnung von rund drei Prozent (OECD 2025; Europäische Kommission 2025a). Die Einführung neuer Zollmaßnahmen würde die Rückgänge der Preiseffekte weiter verzögern. Diese Unterschiede zeigen, wie unsicher der weitere Inflationsverlauf bleibt, da sowohl die zeitliche Dynamik der Zolleffekte als auch Annahmen zu Arbeitsmarkts-, Lohn- und Wachstumsentwicklung zu unterschiedlichen Projektionen beitragen können.

Zusätzlich zur wirtschaftlichen Unsicherheit kommt eine politisch heikle Lage hinzu. Im Mai 2026 endet die Amtszeit von Jerome Powell, und es ist denkbar, dass die anstehenden Personalentscheidungen der US-Administration die geldpolitische Grundausrichtung der Federal Reserve beeinflussen könnten. Zwar spielt die Person an der Spitze eine wichtige Rolle für die strategische Ausrichtung, doch geldpolitische Beschlüsse werden im *Federal Open Market Committee (FOMC)* immer kollektiv getroffen und erfordern Mehrheiten sowohl im *Board of Governors* als auch unter den stimmberechtigten Präsidenten der Regionalbanken. Gleichwohl könnte der Versuch, über Neubesetzungen eine stärker lockere geldpolitische Linie zu verankern, die institutionelle Berechenbarkeit der Fed mindern. Für die Finanzmärkte wäre dies in mehrfacher Hinsicht relevant: Eine stärker politisierte Entscheidungsumgebung könnte das Vertrauen in die langfristige Stabilität des geldpolitischen Rahmens schwächen, die Risikoprämien erhöhen und die Unsicherheit insgesamt verstärken – insbesondere, falls politische Präferenzen die Konsequenz im Umgang mit Inflationsrisiken beeinflussen sollten.

## Inflation im Euroraum nahe Ziel – Zinsen bleiben unverändert

Die Inflation im Euroraum lag im Dezember laut Eurostat (2026) bei 1,9 Prozent. Bereits seit Anfang 2025 bewegt sie sich in einem engen Bereich um das Ziel von zwei Prozent, meist leicht darüber. Energiepreise wirken weiterhin dämpfend, während die Dienstleistungspreise mit fast 3,5 Prozent erhöht bleiben. Ein wichtiger Treiber sind die Arbeitskosten: Die Vergütung pro Mitarbeiter stieg zuletzt um rund vier Prozent gegenüber dem Vorjahr (EZB 2025a). Die jüngsten Projektionen des Eurosystems (EZB 2025b) erwarten eine Gesamtinflation von 2,1 Prozent im Jahr 2025, 1,9 Prozent 2026 und 1,8 Prozent 2027, bevor sie 2028 wieder das Ziel erreicht. Das temporäre Unterschreiten des Zielwerts in den Jahren 2026 und 2027 hängt vor allem mit negativen Energiepreisen zusammen, während die Kerninflation länger erhöht bleibt. Sie wird für 2026 mit 2,2 Prozent veranschlagt – eine Anhebung um 0,3 Prozentpunkte gegenüber der September-Projektion.

Vor diesem Hintergrund hat die EZB auf ihrer Sitzung im Dezember 2025 die Leitzinsen unverändert belassen: Der Einlagensatz liegt bei zwei Prozent, der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,15 Prozent und der Spitzenrefinanzierungssatz bei 2,40 Prozent. Parallel dazu werden die Bestände aus den Anleihekaufprogrammen APP und PEPP weiter reduziert, da das Eurosystem keine Tilgungsbeträge aus fälligen Wertpapieren mehr reinvestiert. Präsidentin Christine Lagarde betonte, die Geldpolitik sei „*in a good place*“ und werde weiterhin datenabhängig und von Sitzung zu Sitzung entschieden, ohne Vorfestlegung auf einen Zinskurs. Risiken für die Preisentwicklung bestehen in beide Richtungen: Eine weitere Aufwertung des Euro oder schwächere Nachfrage könnten die Inflation schneller dämpfen, während anhaltender Lohndruck, höhere Staatsausgaben oder fragmentierte Lieferketten sie wieder anheizen könnten. Auch die Verschiebung des ETS2-Starts auf 2028 dürfte mittelfristig einen zusätzlichen Preisschub bei Energie bewirken (EZB 2025a).

Die OECD (2025) sieht die geldpolitische Haltung als „weitgehend neutral“ und erwartet, dass die Zinsen für die kommenden zwei Jahre bei zwei Prozent bleiben, um die Inflation nachhaltig auf das Ziel zu bringen. Wie lange diese Phase tatsächlich am Ende anhält, hängt entscheidend davon ab, wie sich zentrale Risiken entwickeln und auf die Preisentwicklung wirken – etwa geopolitische Spannungen, Handelshemmnisse und Umlenkungseffekte, mögliche Lohnüberraschungen oder die Wirkung zusätzlicher Staatsausgaben. Auch Unsicherheiten bei Energiepreisen und globaler Konjunktur können die Lage verändern.

## Bank of England lockert Kurs angesichts leicht rückläufiger Teuerung

Die Verbraucherpreise im Vereinigten Königreich lagen im November 2025 um 3,2 Prozent über dem Vorjahresniveau, nach 3,6 Prozent im Oktober und 3,8 Prozent im September (Office for National Statistics 2025). Damit bleibt die Inflation deutlich über dem Zielwert von zwei Prozent, zeigt aber eine spürbare Abschwächung gegenüber dem Sommer. Die *Bank of England* erwartet, dass die Teuerung im Verlauf des Jahres 2026 näher an das Ziel heranrückt und sich im zweiten Quartal bei rund zwei Prozent stabilisiert (*Bank of England* 2025).

Vor diesem Hintergrund hat die *Bank of England* ihre restriktive Geldpolitik seit August 2024 schrittweise gelockert – auch wenn die Inflation im Sommer vorübergehend durch temporäre Faktoren wie höhere Transportkosten und regulierte Preise wieder anzog. Nach insgesamt vier Zinssenkungen im Jahr 2025 liegt der Leitzins seit der Entscheidung vom 17. Dezember 2025 bei 3,75 Prozent; zuvor lag er bei vier Prozent (Bank of England 2025). Die knappe Entscheidung (5:4 Stimmen) spiegelt die Abwägung zwischen rückläufiger Inflation und weiterhin erhöhten Lohn- und Preiserwartungen wider.

Ausschlaggebend waren die jüngste Abschwächung der Preisentwicklung, ein nachlassendes Lohnwachstum und eine sich lockernde Arbeitsmarktlage, während die Risiken einer zu schnellen Lockerung angesichts hoher Inflationserwartungen bestehen bleiben (Bank of England 2025).

Die geldpolitische Ausrichtung dürfte im weiteren Verlauf neutraler werden, unterstützt durch sinkenden Lohndruck, schwache Nachfrage und eine sich entspannende Arbeitsmarktlage. Auch die Fiskalpolitik bleibt angesichts hoher Staatsschulden und steigender Finanzierungskosten restriktiv und dürfte damit zusätzlich zur Inflationsdämpfung beitragen. Die Bank of England (2025) weist darauf hin, dass die Risiken für die mittelfristige Inflation inzwischen ausgewogener sind: Einerseits besteht die Gefahr einer anhaltenden Inflationspersistenz, andererseits könnte eine schwächere Nachfrage die Inflation unter das Ziel drücken. Die OECD (2025) rechnet damit, dass der Lockerungszyklus im zweiten Quartal 2026 endet und der Leitzins bei etwa 3,5 Prozent stabilisiert wird.

### Japan mit sinkender Inflation und vorsichtigen Zinsschritten

Die Verbraucherpreise in Japan lagen im November 2025 bei 2,9 Prozent, nachdem sie im Jahresverlauf meist zwischen drei Prozent und vier Prozent schwankten (*Statistics Bureau of Japan* 2025). Damit bleibt die Teuerung über dem Zielwert von zwei Prozent, zeigt aber eine deutliche Abschwächung gegenüber den Höchstständen Anfang 2025. Insbesondere seit Sommer 2025 hat sich der Inflationsdruck verringert, unter anderem durch staatliche Entlastungsmaßnahmen bei Energie und eine Normalisierung der Lebensmittelpreise (Europäische Kommission 2025a). Für die kommenden Jahre erwartet die OECD einen Rückgang der Gesamtinflation von 3,2 Prozent im Jahr 2025 auf 2,2 Prozent im Jahr 2026 und rund 2,1 Prozent im Jahr 2027 (OECD 2025). Mit der Entspannung der Preisentwicklung wird auch das Lohnwachstum voraussichtlich nachlassen, während die weiterhin enge Lage am Arbeitsmarkt den Rückgang begrenzen dürfte (Europäische Kommission 2025a).

Die *Bank of Japan* hat bereits 2024 begonnen, ihre extrem lockere Geldpolitik schrittweise zurückzuführen. Nach ersten Zinserhöhungen im Jahr 2024 hob sie den Leitzins im Dezember 2025 um weitere 25 Basispunkte auf etwa 0,75 Prozent an – den höchsten Stand seit 30 Jahren. Parallel dazu reduziert die Notenbank seit Mitte 2024 ihre Käufe japanischer Staatsanleihen und plant den Abbau von ETF- und Immobilienfonds-Beständen (OECD 2025). Ziel ist es, die Zinsen behutsam anzuheben und die umfangreichen Wertpapierbestände zu reduzieren, ohne die Konjunktur zu gefährden. Gleichzeitig muss die *Bank of Japan* den Ausstieg aus der ultralockeren Politik so steuern, dass Preisstabilität und Wechselkurs nicht aus dem Gleichgewicht geraten. Ein zu schneller Zinsanstieg würde die fragile Nachfrage belasten und die hohen Staatsschulden verteuern, während ein zu langsamer Kurs die Yen-Schwäche verlängern und damit importierte Inflation verstärken könnte. Die OECD (2025) geht davon aus, dass die geldpolitische Lockerung angesichts der Inflations- und Lohnentwicklung weiterhin schrittweise zurückgenommen wird, wobei der Leitzins laut OECD bis Ende 2027 bei rund zwei Prozent liegen könnte.

### Finanzmärkte: Weitere Verbesserung der Finanzierungsbedingungen

Die globalen Finanzierungsbedingungen haben sich im Jahresverlauf weiter verbessert (OECD 2025, IWF, 2025). Sowohl in fortgeschrittenen Volkswirtschaften als auch in Schwellenländern bleiben die Bedingungen historisch betrachtet sehr günstig (IMF). Die Lockerung wird durch eine Kombination aus niedriger Marktvolatilität, engen Kreditspreads und einer Abschwächung des US-Dollar gegenüber den meisten Währungen gestützt. Diese Entwicklung spiegelt auch eine hohe Risikobereitschaft der Investoren wider, die sich auch in starken Kursgewinnen an den Aktienmärkten zeigt (OECD 2025).

Die positive Stimmung wird zusätzlich durch Optimismus über die potenziellen Effekte neuer Technologien getragen. Besonders in den USA haben die Aktienbewertungen Niveaus erreicht, die zuletzt in der Dotcom-Phase zu beobachten waren, während die Risikoprämien weiter gesunken sind. Trotz vereinzelter Korrekturen bleiben Technologieaktien der Haupttreiber dieser Entwicklung, unterstützt durch Erwartungen an KI-getriebene Produktivitätsgewinne und höhere Ertragsaussichten. Gleichzeitig hat die Marktkapitalisierung von Krypto-Assets nach einem starken Anstieg im Jahresverlauf zuletzt deutlich nachgegeben (OECD 2025).

Auch Schwellenländer profitieren von der gestiegenen globalen Risikobereitschaft. Ein schwächerer US-Dollar und geringere Wechselkursvolatilität haben ihre Vermögenswerte attraktiver gemacht (OECD 2025, IMF 2025). Dies hat die Finanzierungskosten gesenkt und den geldpolitischen Spielraum erweitert (IMF 2025).

Allerdings zeigen sich erste Anzeichen einer Straffung am langen Ende der Zinsstrukturkurven in fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Zehn- und dreißigjährige Renditen sind zuletzt gestiegen, was auf Sorgen über die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen hindeuten könnte (OECD 2025). In den meisten Schwellenländern hingegen haben sich die langfristigen Renditen seit Mitte des Jahres entspannt und die Spreads auf US-Dollar-Anleihen sind zurückgegangen (OECD 2025). Gleichzeitig führen hohe Vermögensbewertungen und wirtschaftliche Unsicherheit zu einer verstärkten Nachfrage nach Absicherung. Goldpreise haben historische Höchststände erreicht, mit dem stärksten Anstieg seit der Ölpreiskrise 1979 (OECD 2025). Der IWF (2025) warnt in diesem Zusammenhang auch vor möglichen Risiken für die makrofinanzielle Stabilität und einer Erosion der Unabhängigkeit zentraler Institutionen, die die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik gefährden könnte.

### **Bankkreditvergabe erholt sich global, zuletzt gemischte Entwicklung im Euroraum**

Die Bankkreditvergabe erholt sich in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften allmählich, wenn auch von niedrigen Ausgangsniveaus. Unterstützt wird diese Entwicklung durch weiter sinkende Kreditzinsen, die die Finanzierungskosten für Unternehmen und Haushalte reduzieren (OECD 2025).

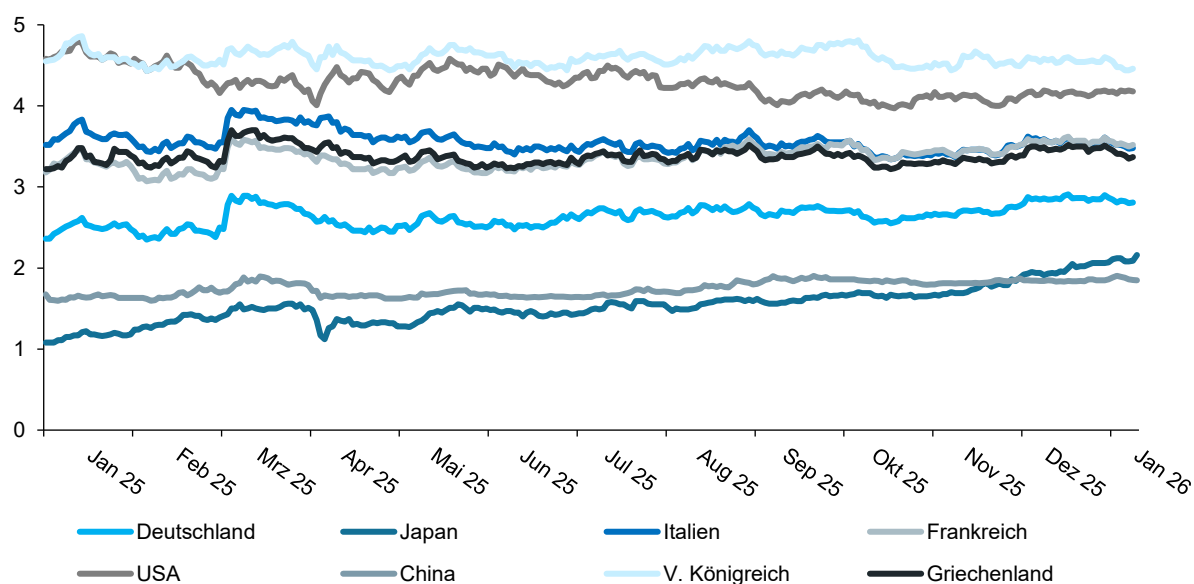
Im Euroraum zeigt sich hingegen zuletzt ein differenziertes Bild. Laut der *Bank Lending Survey* der EZB vom Oktober (2025c) meldeten die Banken im dritten Quartal 2025 eine unerwartete leichte Verschärfung der Kreditstandards für Unternehmenskredite (Nettoanteil: 4 %). Als Gründe nannten die Institute erhöhte Risiken im Zusammenhang mit geopolitischer Unsicherheit, Handelskonflikten sowie branchenspezifischen Faktoren. Während Banken in Deutschland die Standards verschärften, blieben sie in Frankreich, Italien und Spanien unverändert. Für das vierte Quartal erwarten die Banken weitgehend stabile Kreditstandards für Firmen. Bei privaten Haushalten blieben die Standards für Wohnungsbaukredite weitgehend unverändert, während sie für Konsumentenkredite moderat verschärft wurden.

### **Anleihemärkte zeigen steigende Staatsrenditen und robuste Unternehmensfinanzierung**

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen sind 2025 in vielen großen Volkswirtschaften gestiegen. In den USA stützte ein anhaltend hoher geschätzter Realzinsaufschlag die Entwicklung (OECD 2025). Auch im Euroraum legten die Renditen zu: In Deutschland könnte dies unter anderem mit einem insgesamt expansiveren fiskalischen Kurs zusammenhängen, während sich die Spreads zwischen Frankreich und Deutschland ausgeweitet haben – vermutlich im Zusammenhang mit politischer Unsicherheit und einem unklaren fiskalpolitischen Kurs in Frankreich (OECD 2025).

In Japan fiel der Renditeanstieg besonders stark aus: von rund ein Prozent Anfang 2025 auf etwas über zwei Prozent zum Jahresende. Dies könnte teilweise mit dem Ende der *Yield-Curve-Control* im März 2024 zusammenhängen, da die Renditen in Japan bereits im Jahr 2024 stark angestiegen sind. Auch die geldpolitische Straffung und die Beendigung der Negativzinsen sowie Inflationsraten über zwei Prozent dürften den Aufwärtsdruck verstärkt haben. In China blieben die Renditen dagegen niedrig und fielen zeitweise unter zwei Prozent, was vermutlich die strukturelle Wachstumsschwäche und sehr geringe Inflation widerspiegelt.

#### Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond



Unternehmensanleihen profitierten hingegen weiterhin von günstigen Finanzierungsbedingungen. Spreads für Hochzinsanleihen liegen nahe historischen Tiefstständen, und die Emissionstätigkeit blieb robust. Niedrige Kreditrisikoprämien und starke Kapitalzuflüsse in den USA und im Euroraum stützten die Ausgabe von Unternehmensanleihen und *Leveraged Loans*. Auch in Schwellenländern fielen die Spreads weiter und erreichten den niedrigsten Stand seit 2007 (OECD 2025).

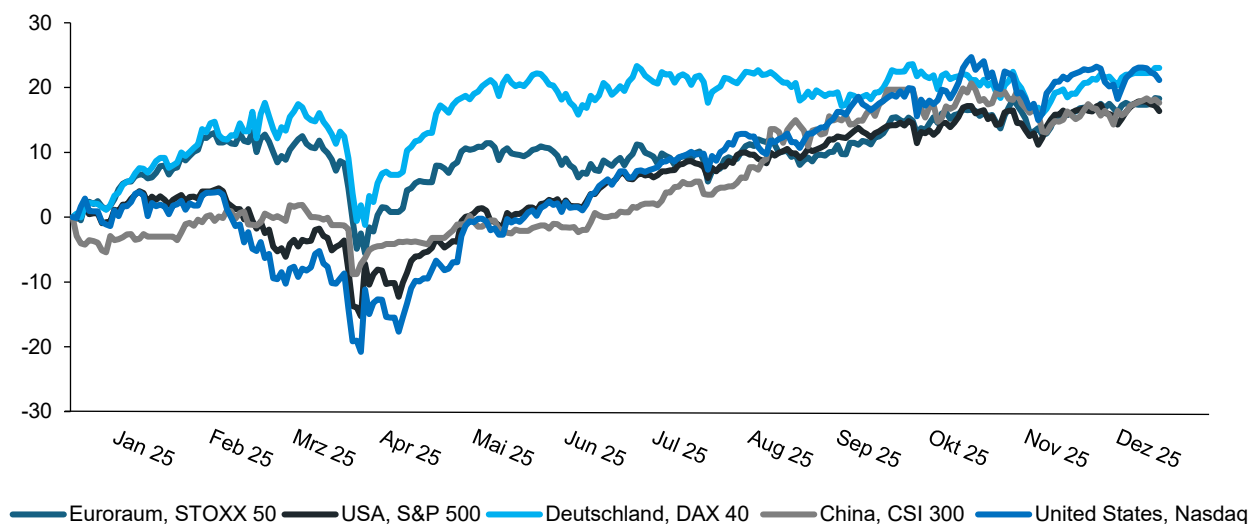
#### Aktienmärkte 2025 zwischen Rekordständen und Warnsignalen

Die Aktienmärkte hatten 2025 erneut ein sehr starkes Jahr. Trotz des Zollschocks am sogenannten „*Liberation Day*“ am 2. April und fortbestehender Unsicherheit über endgültige Handelsentscheidungen stiegen die Kurse wichtiger globaler Indizes bis Jahresende um rund 16 bis 23 Prozent. US-Märkte erreichten neue Allzeithochs, getragen vom Optimismus rund um große Tech- und KI-Werte, während auch andere Börsen zulegten – begünstigt durch etwas geringere handelspolitische Unsicherheit und besser als erwartete Makrodaten (Europäische Kommission). Der deutsche Leitindex DAX verzeichnete dabei den stärksten Zuwachs, gefolgt vom US-Technologieindex Nasdaq.

Gleichzeitig warnt der Internationale Währungsfonds (2025) vor Risiken: Die starke Fokussierung auf KI-Aktien hat die Bewertungen deutlich nach oben getrieben. Ein erheblicher Teil der Kursgewinne

basiert auf KI-getriebenen Aktien, deren Bewertungen inzwischen sehr hoch sind. Sollte die Unsicherheit wieder zunehmen oder die erwarteten Produktivitätsgewinne aus KI-Investitionen ausbleiben, könnte dies zu erhöhter Volatilität und deutlichen Kurskorrekturen führen.

#### Globale Aktienmärkte, Prozentuale Veränderung seit 1. Januar 2024



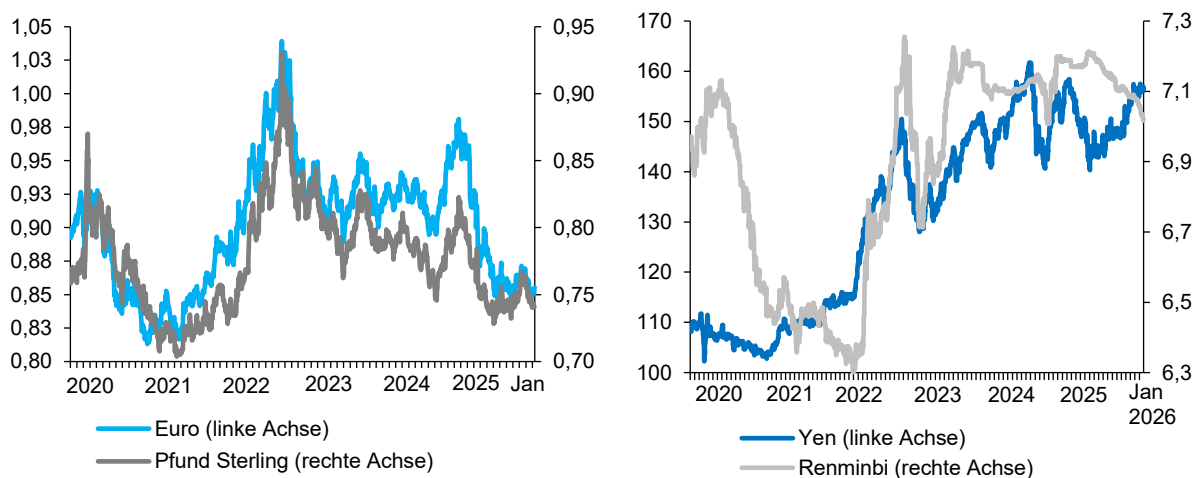
Quelle: Macrobond



#### Devisenmärkte: Schwächerer US-Dollar prägt das Jahr 2025

Der US-Dollar hat seit Jahresbeginn 2025 gegenüber den wichtigsten Währungen spürbar an Wert verloren. Ausschlaggebend dürften vor allem die veränderte US-Politik und ein Vertrauensverlust der Marktteilnehmer in die Sicherheit des Dollar gewesen sein (Sachverständigenrat 2025). Im Frühjahr sicherten sich internationale Investoren verstärkt über Termingeschäfte am Devisenmarkt gegen Währungsrisiken ab, was die Nachfrage nach anderen Devisen zusätzlich erhöhte (*Ibid.*).

#### Entwicklung der Wechselkurse zum US-Dollar



Quelle: Macrobond



Im Jahresverlauf sank der Dollar um über elf Prozent gegenüber dem Euro und fast sieben Prozent gegenüber dem britischen Pfund. Gegenüber dem chinesischen Renminbi fiel die Abwertung mit gut zwei Prozent moderat aus. Zum Yen war die Entwicklung uneinheitlich: Die anfängliche Dollar-Schwäche bis April wurde später teilweise durch eine Aufwertung kompensiert, möglicherweise begünstigt durch die weiterhin vergleichsweise lockere Geldpolitik der *Bank of Japan*.

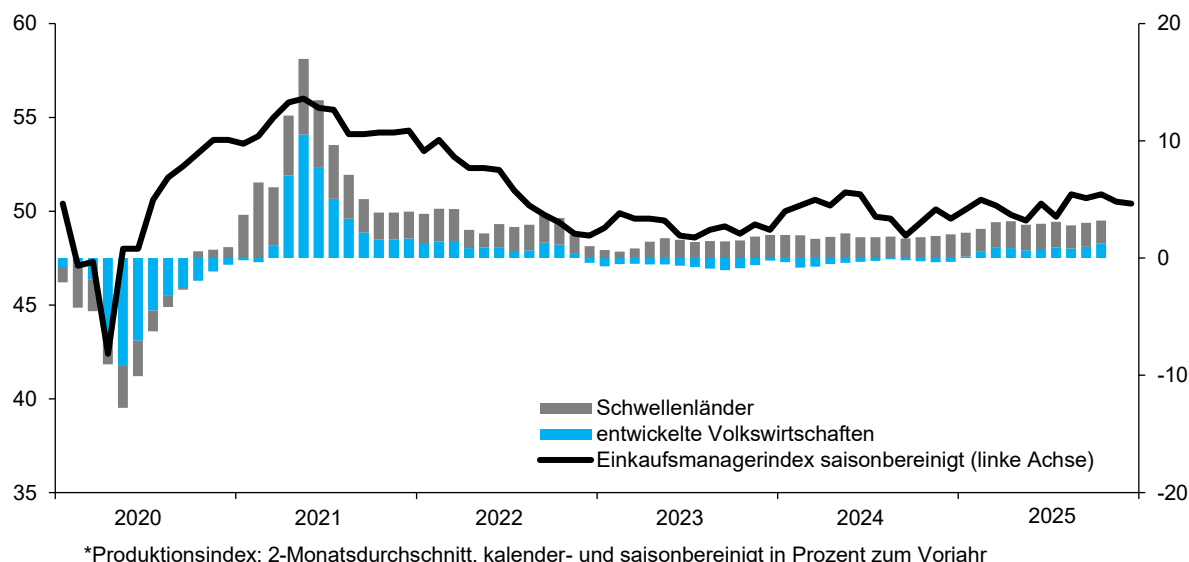
## Industrieproduktion

### Weltweite Industrieproduktion nimmt wieder Fahrt auf

Die globale Industrieproduktion (Produzierendes Gewerbe ohne Bau) ist nach Angaben des *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB)* in den ersten drei Quartalen des Jahres 2025 um 3,1 Prozent gestiegen. Damit stieg die Industrieproduktion erstmals seit dem Jahr 2022 wieder stärker als im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre (+2,6 %). Nach einem Produktionsplus von drei Prozent im ersten Quartal nahm die Industriekonjunktur weiter Fahrt auf und stieg im zweiten Quartal mit plus 3,1 Prozent und im dritten Quartal mit 3,2 Prozent noch etwas stärker an.

Das Produktionswachstum ging vor allem von den Schwellenländern aus, wo die industriellen Aktivitäten in den ersten drei Quartalen um jeweils mehr als vier Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal zulegten. Gleichzeitig stieg auch in den entwickelten Volkswirtschaften nach zwei Jahren Rückgang die Produktion wieder an, sodass der globale industrielle Ausstoß in den ersten drei Quartalen des letzten Jahres im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um insgesamt 1,5 Prozent zulegen konnte.

Welt: Industrieproduktion\*, Einkaufsmanagerindex



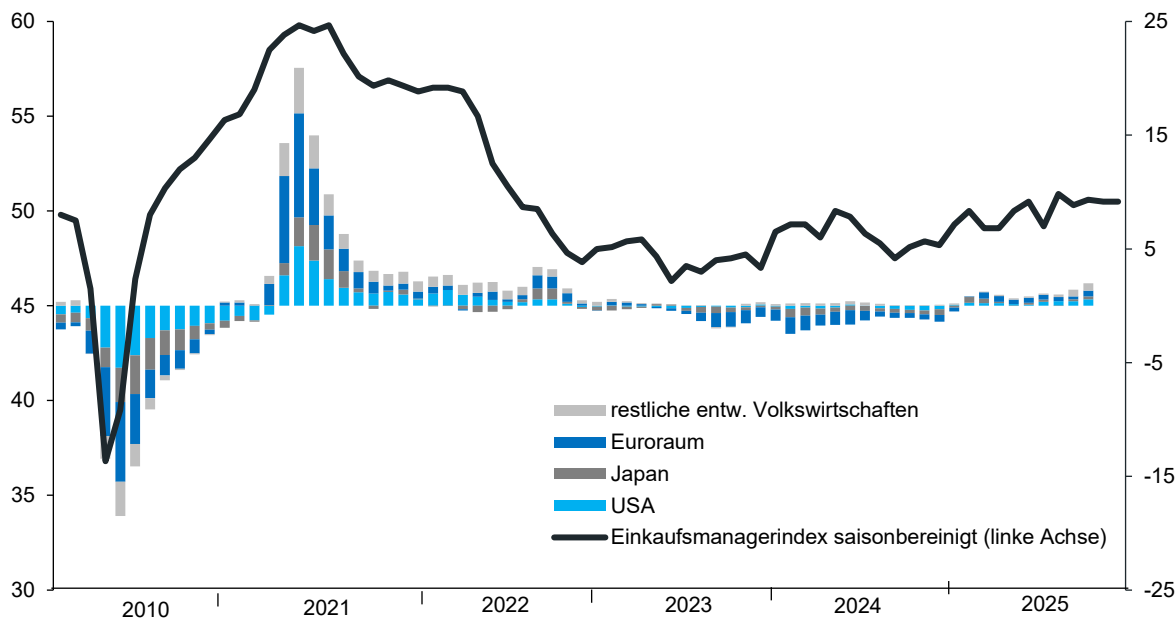
Quellen: Macrobond, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, eigene Berechnungen

Am aktuellen Rand ist die weltweite Industrieproduktion im Oktober nach einem starken Anstieg im September im Vergleich zum Vormonat leicht um 0,1 Prozent gesunken. Der Vergleich zum Vorjahresmonat weist jedoch ein deutliches Plus von 2,9 Prozent aus. Der Einkaufsmanagerindex für die Industrie hat zwar seit dem Jahreshoch im Oktober etwas an Boden verloren. Mit einem Wert von 50,4 Indexpunkten im Dezember liegt er weiterhin im Expansionsbereich. Aufgrund der bisherigen Entwicklung rechnen wir für das Jahr 2025 mit einem Anstieg der weltweiten Industrieproduktion um drei Prozent (bisher +2,5 %).

### Entwickelte Volkswirtschaften: Abgesehen vom Vereinigten Königreich zieht die Industrieproduktion überall wieder an

In den entwickelten Volkswirtschaften ist die Industrieproduktion im ersten Quartal 2025 mit plus 1,4 Prozent im Vorjahresvergleich erstmals seit zwei Jahren wieder gestiegen. Im zweiten Quartal nahmen die Aktivitäten mit plus 1,3 Prozent ähnlich stark zu wie zu Jahresbeginn. Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte nahm die Industriekonjunktur weiter Fahrt auf. Im dritten Quartal war die Industrieproduktion der entwickelten Volkswirtschaften um 1,9 Prozent höher als vor Jahresfrist. Unter den entwickelten Volkswirtschaften verzeichneten die asiatischen Länder (ohne Japan) den mit Abstand stärksten Produktionsanstieg. In den ersten zehn Monaten stieg deren Produktion im Vorjahresvergleich um plus 7,2 Prozent. Um gut ein Prozent nahmen die industriellen Aktivitäten in den USA zu, im Euroraum und in Japan 1,3 Prozent. Nur im Vereinigten Königreich gab die die Produktion per Oktober im Vergleich zum Vorjahreszeitraum nach (-0,5%). Die Aktivitäten in den restlichen entwickelten Volkswirtschaften (ohne Asien) lagen ein Prozent über Vorjahresniveau.

Entwickelte Volkswirtschaften: Industrieproduktion\*, Einkaufsmanagerindex



\*Produktionsindex: 2-Monatsdurchschnitt, kalender- und saisonbereinigt in Prozent zum Vorjahr

Quellen: Macrobond, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB)

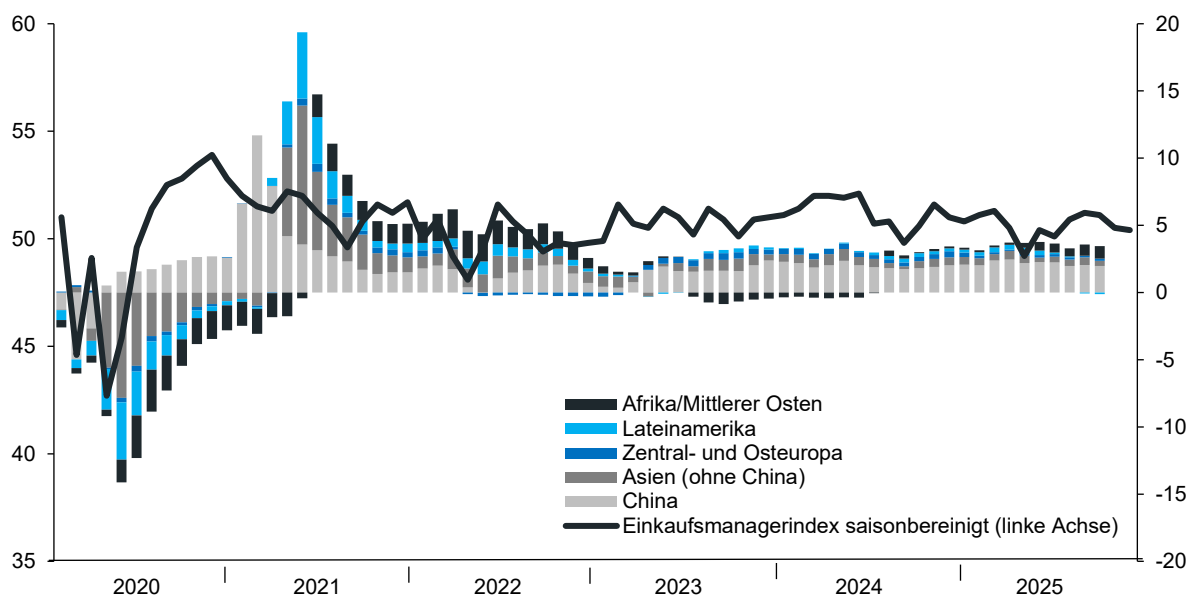
Im weiteren Jahresverlauf dürfte die Expansion etwas an Tempo verlieren. Am aktuellen Rand sind die industriellen Aktivitäten im Oktober im Vormonatsvergleich leicht um 0,1 Prozent gestiegen. Sie lagen damit um 2,1 Prozent über Vorjahresniveau. Der Einkaufsmanagerindex für diese Ländergruppe bewegt sich seit August 2025 oberhalb der 50-Punkte-Marke, ab der eine Expansion angezeigt wird. Im Dezember 2025 blieb er mit einem Wert von 50,5 Punkten auf dem Niveau des Vormonats. Dies spricht dafür, dass die Industriekonjunktur im vierten Quartal stabil bleibt, sodass wir für das gesamte Jahr 2025 mit einem Anstieg der Industrieproduktion um 1,5 Prozent rechnen (bisher +0,5%).

Im Einzelnen dürfte die Industrie im Euroraum im Jahresergebnis ihre Aktivitäten um 1,4 Prozent ausweiten und damit nicht ganz so stark steigen wie in Japan (+1,6%). Für das Vereinigte Königreich rechnen wir mit einem Rückgang um 0,5 Prozent. Die US-Industrie dürfte um ein Prozent besser abschneiden als im Vorjahr, ebenso die Industrie in den sonstigen entwickelten Volkswirtschaften. Ein deutliches Produktionsplus von sieben Prozent ist in den entwickelten asiatischen Volkswirtschaften ohne Japan zu erwarten.

### Schwellenländer: China bleibt Wachstumslokomotive

Die Industrieproduktion in den Schwellenländern ist zum Jahresbeginn 2025 dank des hohen Expansionstempos in China gestiegen. Darüber hinaus erhöhte sich der industrielle Ausstoß in den Ländern Mittel- und Osteuropas sowie in Lateinamerika um jeweils knapp zwei Prozent. Im zweiten Quartal

Schwellenländer: Industrieproduktion\*, Einkaufsmanagerindex



\*Produktionsindex: 2-Monatsdurchschnitt, kalender- und saisonbereinigt in Prozent zum Vorjahr

Quellen: Macrobond, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB)



stieg die Industrieproduktion der Schwellenländer im Vorjahresvergleich erneut an (+4,7%). Dabei erhöhte sich das Expansionstempo in allen Regionen. Abgesehen von Lateinamerika setzte sich die Aufwärtsbewegung in der zweiten Jahreshälfte in allen Regionen weiter fort, sodass die Industrieproduktion per Oktober gegenüber den ersten zehn Monaten des Vorjahres um 4,4 Prozent zulegte. Die chinesische Industrie hat mit einem Produktionsplus von 6,1 Prozent wie schon in den Jahren zuvor

die Rolle der Wachstumslokomotive übernommen, gefolgt von den Regionen Afrika und Mittlerer Osten (+2,5%), der Region Mittel- und Osteuropa (+2,4%) und den asiatischen Schwellenländern ohne China mit plus 2,2 Prozent. Das Schlusslicht bildeten die lateinamerikanischen Länder, wo die Industrieproduktion per Oktober nur um ein Prozent zulegen.

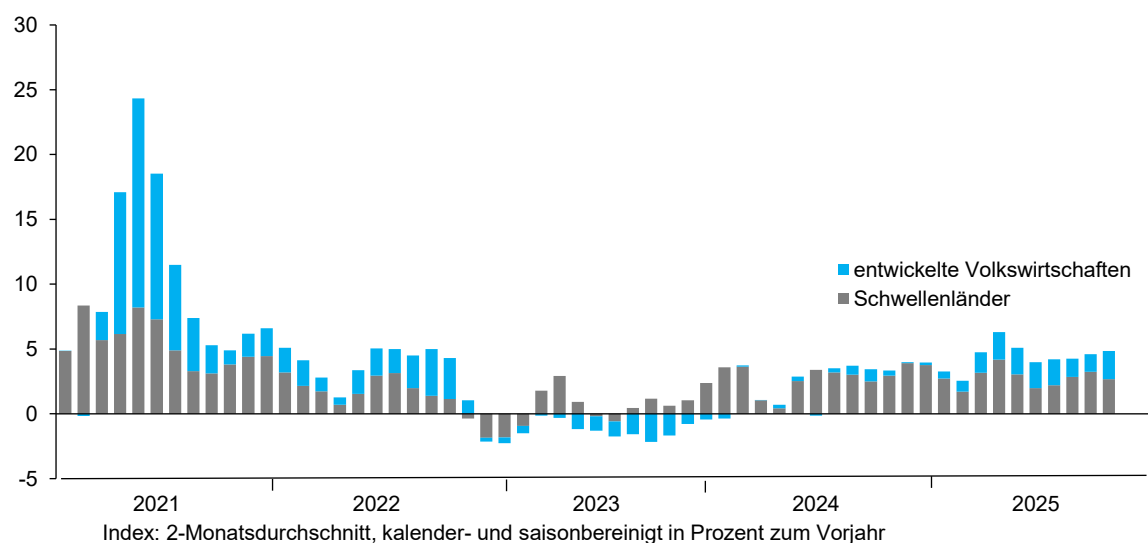
Auch in den verbleibenden Monaten des Jahres 2025 dürfte die Industrieproduktion in den Schwellenländern mit vermindertem Tempo zulegen. Der Einkaufsmanagerindex für diese Ländergruppe ist zwar in den vergangenen drei Monaten gesunken, lag aber im Dezember 2025 mit 50,4 Punkten weiterhin oberhalb von 50 Indexpunkten, ab denen eine Ausweitung der Produktion angezeigt wird. Wir haben daher unsere Wachstumsprognose aus dem Frühjahr auf nunmehr plus 4,5 Prozent aufwärts revidiert (bisher +3,0 %).

Chinas Industrie ist in der Gruppe der Schwellenländer weiterhin Wachstumsmotor. Wir erwarten für das Reich der Mitte im Jahr 2025 einen Anstieg der Industrieproduktion im Vergleich zum Vorjahr um sechs Prozent. In den Staaten Mittel- und Osteuropas dürfen die industriellen Aktivitäten mit plus 2,5 Prozent ebenfalls deutlich zulegen. In den restlichen asiatischen Schwellenländern erwarten wir mit gut zwei Prozent ein etwas schwächeres Wachstum. Lateinamerikas Industrie dürfe mit einem Plus von knapp ein Prozent das fünfte Jahr in Folge expandieren. In Afrika und dem Mittleren Osten dürften die industriellen Aktivitäten sogar um drei Prozent zulegen.

## Welthandel

Die weltweiten Handelsaktivitäten sind zu Jahresbeginn kräftig gestiegen. Im ersten Quartal 2025 stieg das Welthandelsvolumen nach Angaben des *Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis* (CPB) im Vergleich zum Vorquartal um 4,8 Prozent. Zum Teil erklärte sich der starke Anstieg durch Vorzieheffekte aufgrund der US-Zollpolitik. Im zweiten Quartal setzte sich die Aufwärtsbewegung mit höherer Geschwindigkeit fort (+4,4 %). Per Oktober ist das weltweite Handelsvolumen im Vergleich zu den ersten zehn Monaten des Vorjahres um 4,7 Prozent gestiegen.

Welt: Exporte nach Herkunftsregionen



Quelle: Macrobond

Die Schwellenländer exportierten in den ersten zehn Monaten insgesamt sechs Prozent mehr Waren als vor Jahresfrist. Unter den einzelnen Ländergruppen legten die Exporte aus China mit plus 8,1 Prozent am stärksten zu. Ebenfalls überdurchschnittlich mit plus 7,8 Prozent erhöhten sich die Exportaktivitäten aus den Ländern Lateinamerikas. Auch aus den asiatischen Schwellenländern (ohne China) wurde mit plus 5,7 Prozent mehr exportiert als im weltweiten Durchschnitt. Die Ausfuhren aus Afrika und dem Mittleren Osten stiegen mit plus 2,3 Prozent nicht ganz so stark an. Im Gegensatz dazu verminderten sich die Exporte aus Schwellenländern Mittel- und Osteuropas um minus 1,2 Prozent.

Die Exporte der entwickelten Volkswirtschaften stiegen per Oktober 2025 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um insgesamt 3,1 Prozent. Dabei verlief das Exportgeschäft in dieser Ländergruppe sehr heterogen. Während Japans Ausfuhren in den ersten zehn Monaten des laufenden Jahres um 4,8 Prozent stiegen, erzielte die Gruppe der entwickelten asiatischen Volkswirtschaften ohne Japan mit plus 15,1 Prozent den stärksten Anstieg. Für etwas Belebung sorgen auch die Vereinigten Staaten, die ihre Warenausfuhren um 2,7 Prozent steigern konnten. Die Exporte aus den restlichen entwickelten Volkswirtschaften stiegen um 1,1 Prozent an. Anders sah es in Europa aus: Die Exporte aus dem Euroraum sanken um minus 0,5 Prozent. Aus dem Vereinigten Königreich wurden 1,8 Prozent weniger Waren ausgeführt als vor Jahresfrist.

Am aktuellen Rand haben die Handelsaktivitäten abgenommen. Die weltweiten Exporte sanken im Oktober 2025 im Vergleich zum Vormonat um minus ein Prozent. Die Exporttätigkeit der entwickelten Volkswirtschaften ging mit minus 1,1 Prozent etwas stärker zurück als die Ausfuhren aus den Schwellenländern (-1,0 %). Selbst wenn die Handelsaktivitäten in den letzten beiden Monaten des Jahres 2025 stagnierten, dürfte der weltweite Warenhandel im abgelaufenen Jahr um mehr als vier Prozent steigen.

## USA

### 2025 mit schwachem Start und starker Jahresmitte

Das US-BIP wuchs im dritten Quartal 2025 auf das Jahr gerechnet um 4,3 Prozent. Hierbei handelt es sich um die erste Schätzung des *Bureau of Economic Analysis* (BEA). Dieses Wachstum spiegelte einen Anstieg des privaten Konsums und der Staatsausgaben wider, der teilweise durch einen Rückgang der Investitionen ausgeglichen wurde. Die Importe gingen zurück, während die Exporte zulegten, was ebenfalls zum Wachstum beitrug (BEA 2025a).

Das US-BIP wuchs über die ersten drei Quartale 2025 sehr ungleichmäßig. Im ersten Quartal war das BIP auf das Jahr gerechnet um 0,6 Prozent geschrumpft und im zweiten Quartal um 3,8 Prozent gewachsen. Für das Gesamtjahr 2025 erwartet die OECD ein Wachstum von 2 Prozent (OECD 2025a). Der IWF ging im *World Economic Outlook* von Oktober 2025 ebenfalls von zwei Prozent aus (IWF 2025a) und rechnet nun in seinem Januar-2026-Update mit 2,1 Prozent. Wir rechnen ebenfalls mit 2,1 Prozent.

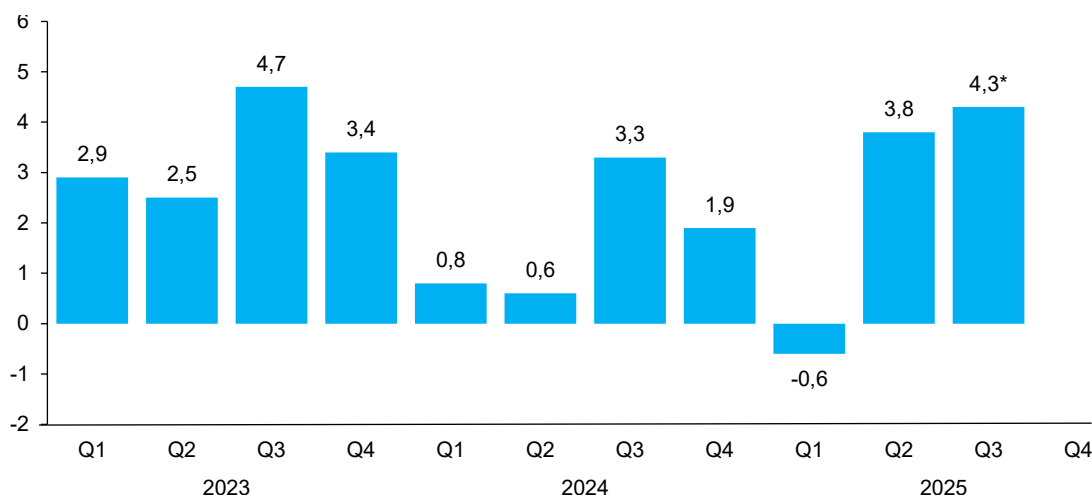
Die Arbeitslosenquote stieg laut der Haushalts-Befragung<sup>1</sup> des *Bureau of Labor Statistics* (BLS) im Verlauf des vergangenen Jahres von vier Prozent zu Jahresbeginn auf 4,5 Prozent im November 2025

---

<sup>1</sup> Das BLS erhebt Daten auf Basis zweier unterschiedlicher Befragungen. Die Arbeitslosenquote wird aus einer Haushalbefragung generiert („Household Survey“), die Beschäftigungszahlen ergeben sich aus der Befragung von Unternehmen und Regierungsbehörden („Establishment Survey“). Für Oktober 2025 veröffentlichte das BLS nur Daten aus der „Establishment Survey“.

– dabei handelte es sich um den höchsten Wert seit Oktober 2021. Im Dezember sank die Quote wieder leicht auf 4,4 Prozent. Für Oktober 2025 sind aufgrund des *Government Shutdown* beim BLS keine Daten zur Arbeitslosenquote verfügbar. Die Beschäftigung stieg im Dezember in den Bereichen Gastronomie, Gesundheitswesen und Sozialwesen, während im Einzelhandel Arbeitsplätze verloren gingen (BLS 2026a).

US- BIP-Wachstum nach Quartalen (annualisiert)



\* erste Schätzung

Quelle: Bureau for Economic Analysis



Gemäß der Befragung des BLS von Unternehmen und Regierungsstellen wuchs der Arbeitsmarkt im Dezember 2025 saisonbereinigt um 50.000 Jobs. Insgesamt war 2025 jedoch das Jahr mit dem schwächsten Beschäftigungswachstum seit der Pandemie. Besonders schwach war der Oktober: In diesem Monat kam es zu einem Nettoverlust von 173.000 Jobs – primär bedingt durch Verlust von 174.000 Jobs in der Regierung. Der starke Rückgang bei Regierungsangestellten im Oktober ist vor allem darauf zurückzuführen, dass zahlreiche Angestellte, die zu Beginn des Jahres unter den Bemühungen von Elon Musk um Stellenstreichungen in US-Behörden Abfindungen angenommen hatten, zum Ende des Haushaltsjahres 2025 aus den Gehaltslisten entfernt wurden. Doch auch die Monate Juni und August zeigten insgesamt Beschäftigungsverluste auf. Insgesamt lag das Beschäftigungswachstum im ersten Amtsjahr der zweiten Trump-Administration bei 584.000 Jobs, verglichen mit rund zwei Millionen Jobs im Vorjahr (BLS 2026b; alle Zahlen des BLS zur Arbeitslosenquote und Beschäftigung ohne Agrarsektor; Aranati 2026).

### Zölle hatten 2025 noch begrenzten Effekt; Konsumenten zeigten sich zuletzt (wieder) skeptisch

Der Effekt der Zölle auf das Preisniveau blieb in der ersten Jahreshälfte 2025 noch begrenzt, was darauf zurückzuführen ist, dass die Zollerhöhungen teilweise erst später in Kraft traten als ursprünglich angekündigt und dass Unternehmen vor den Zollerhöhungen noch ihre Lager auffüllten. Seit der zweiten Jahreshälfte werden die Auswirkungen jedoch stärker spürbar. Laut Angaben des *Bureau of Labor Statistics* (BLS) sank der *Consumer Price Index (All Urban Consumers, CPI-U)* im Vergleich zum Vorjahresmonat und nicht saisonbereinigt im Jahresverlauf zunächst von drei Prozent zu Jahresbeginn auf 2,3 Prozent im April, stieg anschließend jedoch wieder bis auf drei Prozent im September und

jeweils 2,7 Prozent im November und Dezember. Für Oktober veröffentlichte das BLS aufgrund des Shutdown keine Zahlen (BLS 2026cb).

Die Unsicherheit der Konsumenten drückte sich im Frühjahr 2025 in einer steigenden Sparquote aus. Die Sparquote stieg von 5,1 Prozent des verfügbaren Einkommens im Januar auf 5,5 Prozent im April, dem Monat des sogenannten „Liberation Day“. Anschließend sank sie wieder und lag im September bei 4 Prozent (BEA 2025b). Die privaten Konsumausgaben sanken in der ersten Jahreshälfte teils im Vergleich zum Vormonat (Januar 2025: -0,6 %, Februar -0,1 %). Zwischen August und September stiegen sie um 0,1 Prozent (BEA 2025c).

Die Einschätzungen der Konsumenten zur wirtschaftlichen Lage haben sich zuletzt verschlechtert. Der *Consumer Confidence Index* des Conference Board fiel im Dezember 2025 im Vergleich zum Vormonat um 3,8 Punkte auf 89,1 und verzeichnete damit den fünften Rückgang in Folge. Insbesondere die Einschätzungen zur aktuellen Wirtschafts- und Arbeitsmarktlage („*Present Situation Index*“) verschlechterten sich. Der *Expectations Index*, der den kurzfristigen Ausblick der Verbraucher hinsichtlich ihres Einkommens, der Wirtschaft und des Arbeitsmarkts darstellt, blieb unverändert niedrig. Dieser Index liegt nun seit elf Monaten in Folge unter 80, der Schwelle, unterhalb derer der Indikator eine bevorstehende Rezession andeutet (Conference Board 2025).

### US-Außenhandel: Außenhandelsdefizit sinkt

Mit seiner expansiven Zollpolitik verfolgt US-Präsident Donald Trump unter anderem das Ziel, das Handelsbilanzdefizit zu reduzieren, das ihm schon seit seiner ersten Amtszeit ein Dorn im Auge ist. Diese Strategie scheint erste Erfolge verbuchen zu können. Nachdem sich das Außenhandelsdefizit (Waren und Dienstleistungen) im ersten Quartal 2025 (385 Milliarden US-Dollar) im Vergleich zum Vorjahresquartal fast verdoppelt hatte, was auf Vorzugeffekte von Importen aufgrund von Trumps Zolldrohungen zurückzuführen sein dürfte, sank das Defizit ab dem zweiten Quartal 2025 – nachdem im April 2025 der Basiszollsatz von zehn Prozent sowie länderspezifische „reziproke“ Zölle verkündet worden waren – deutlich. Im dritten Quartal lag das Handelsbilanzdefizit bei 178 Milliarden US-Dollar und war damit fast 23 Prozent niedriger als im Vorjahresquartal. Im Vergleich zum ersten Quartal 2025 hat sich das Defizit um etwa 54 Prozent reduziert und im Vergleich zum Vorquartal um etwa sechs Prozent.

Bei den US-Importen zeichnet sich ein ähnliches Muster ab: Sie stiegen im ersten Quartal 2025 deutlich an und reduzierten sich im Jahresverlauf. Im dritten Quartal 2025 erreichten die Importe einen Wert von 1.040 Milliarden US-Dollar; damit stagnierten sie im Vergleich zum zweiten Quartal 2025 (-0,18 %) und sanken im Vergleich zum Vorjahresquartal leicht (-1,1 %).

Im dritten Quartal 2025 exportierten die USA Waren und Dienstleistungen im Wert von 862 Milliarden US-Dollar. Im Vergleich zum vorherigen Quartal stiegen die Ausfuhren damit leicht um 1,1 Prozent. Verglichen mit dem Vorjahresquartal stiegen die Exporte sogar um 5,1 Prozent (BEA 2026).

### Der One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) bringt Erleichterungen für Individuen und Unternehmen, doch auch wachsende Staatsschulden

Am 4. Juli 2025 unterzeichnete Präsident Trump den One Big Beautiful Bill Act (OBBBA). Das Gesetz bringt einige Steuersenkungen mit sich: Beispielsweise verlängert es die niedrigeren Einkommensteuersätze aus dem „Tax Cuts and Jobs Act“ von 2017 und macht diese permanent; es erhöht die staatli-

chen und lokalen Steuerabzüge (SALT); und es befreit Trinkgelder und Überstundenvergütungen teilweise von Steuern. Auch bei Unternehmen sorgt es für Erleichterungen, indem es großzügige Steueranreize für F&E-Aktivitäten in den USA mit sich bringt. Neben diesen sinkenden Steuereinnahmen entstehen durch den OBBBA zusätzliche Ausgaben für den Staat durch neue Mittel für Grenzschutz und Militär.

Diese Elemente sollen teilweise gegenfinanziert werden, indem der OBBBA Änderungen und Kürzungen bei Sozialprogrammen wie Medicaid vornimmt. Außerdem hebt er viele der Steuergutschriften für saubere Energie aus dem „Inflation Reduction Act“ (IRA) schrittweise auf. Der OBBBA hebt außerdem die *De-minimis*-Einfuhrvergünstigung für gewerbliche Sendungen bis zu einem Wert von 800 US-Dollar mit Wirkung zum 1. Juli 2027 auf; zwischenzeitlich wurde die *De-minimis*-Grenze jedoch per Executive Order bereits früher abgeschafft und ist seit dem 29. August 2025 außer Kraft.

Darüber hinaus wurde durch den OBBBA die Schuldenobergrenze um fünf Billionen US-Dollar angehoben.

Das überparteiliche Congressional Budget Office (CBO) schätzt, dass das Gesetz das Haushaltsdefizit der USA im Zeitraum 2025-2034 um 3,4 Billionen US-Dollar erhöhen wird: Die Einnahmen gehen um 4,5 Billionen US-Dollar zurück, während die Ausgabenkürzungen lediglich 1,1 Billionen US-Dollar betragen (CBO 2025a).

### Übergangshaushalt gilt bis Ende Januar 2026

Im Haushaltsjahr 2025, das am 30. September 2025 endete, sank das Haushaltsdefizit laut Angaben des Congressional Budget Office (CBO) leicht. Es belief sich auf 1,8 Billionen US-Dollar und entsprach 5,9 Prozent des BIP. Im Vergleich zum Fiskaljahr 2024 sank das Defizit um 41 Milliarden US-Dollar (-2 %). Insgesamt stieg die Staatsverschuldung („debt held by the public“) weiter und lag zum Ende des Fiskaljahres 2025 bei 99,8 Prozent des BIP, verglichen mit 97,4 Prozent zum Ende des Vorjahres. Staatseinnahmen stiegen um sechs Prozent, Ausgaben um vier Prozent (CBO 2025b).<sup>2</sup>

Die gestiegenen Staatseinnahmen lassen sich zumindest zum Teil auf höhere Zolleinnahmen zurückführen. Diese stiegen im Fiskaljahr 2025 um 153 Prozent auf 118 Milliarden US-Dollar, was 0,6 Prozent des BIP entsprach und damit deutlich über dem 50-Jahres-Durchschnitt von 0,2 Prozent lag (CBO 2025b). Das CBO schätzte im November, dass die zwischen dem 6. Januar 2025 und 15. November 2025 eingeführten Zölle das Haushaltsdefizit bis zum Jahr 2036 um drei Billionen US-Dollar reduzieren, wenn sie unverändert in Kraft bleiben (diese Schätzungen berücksichtigen nicht die möglichen Auswirkungen der Zölle auf die Wirtschaftsleistung). Damit fallen die Schätzungen des CBO geringer aus als im August 2025 und spiegeln Änderungen der effektiven Zollsätze wider (CBO 2025c).

Einen abschließenden Haushalt für das Fiskaljahr 2026 gibt es noch nicht. Der bisher längste Government Shutdown in der Geschichte der USA, der vom 1. Oktober 2025 bis zum 12. November andauerte, endete mit der Verabschiedung einer „Continuing Resolution“ zur übergangsweisen Finanzierung des Staatshaushalts. Dieser Übergangshaushalt gilt noch bis Ende Januar.

---

<sup>2</sup> Neue Schätzungen zum Haushaltsdefizit, die auch die Auswirkungen des OBBBA berücksichtigen, werden vom CBO Mitte Februar veröffentlicht.

## Ausblick 2026: It's complicated

Der Ausblick auf die Entwicklung im neuen Jahr ergibt ein kompliziertes Bild. Für 2026 ging die OECD im Dezember 2025 von einem BIP-Wachstum von lediglich 1,7 Prozent aus, der IWF rechnete im Oktober 2025 noch mit 2,1 Prozent und im Januar 2026 sogar mit 2,4 Prozent. Wir rechnen mit zwei Prozent. Viele der Zollverhandlungen sind abgeschlossen. Auch wenn nach wie vor Unsicherheiten bestehen, insbesondere hinsichtlich der Frage, wie es im Zollkonflikt mit der EU angesichts der jüngsten Drohungen weitergeht, fallen die US-Zölle bisher im Durchschnitt etwas niedriger aus als noch zu Jahresbeginn 2025 befürchtet (s. auch „Auswirkungen der US-Zölle“). Gleichzeitig dürften die vollen Effekte auf das Preisniveau in den USA erst noch eintreten. Was den US-Arbeitsmarkt betrifft, gehen die meisten Banken und Institute davon aus, dass die Arbeitslosenquote in den nächsten Monaten noch leicht steigen könnte oder stagniert. Diese Entwicklungen bei den Preisen und auf dem Arbeitsmarkt dürften den privaten Konsum etwas dämpfen, wie es auch die oben genannten Indikatoren zu den Erwartungen der Konsumenten andeuten; dem entgegen wirken aber die individuellen Steuererleichterungen aus dem OBBBA. Private Investitionen in KI und Investitionsanreize aus dem OBBBA dürften sich aber zusammen mit der geldpolitischen Lockerung positiv auf das Wachstum 2026 auswirken. Gleichzeitig könnte Trumps strenge Einwanderungspolitik mit Massenabschiebungen die wirtschaftliche Entwicklung zumindest mittelfristig eintrüben.

Präsident Trump hat neben der Einführung flächendeckender Zölle ein weiteres zentrales Wahlversprechen umgesetzt und begonnen, illegale Einwanderer in hoher Zahl abzuschieben. Eine Studie des Penn Wharton Budget Models hat anhand von zwei Szenarien die wirtschaftlichen Auswirkungen der umfangreichen Rückführung illegaler Immigranten untersucht. Im ersten Szenario werden über einen Zeitraum von vier Jahren (2025-2028) jährlich zehn Prozent der illegalen Einwanderer abgeschoben, ohne dass neue einreisen, wobei die illegale Einwanderung im Jahr 2029 wieder auf das Ausgangsniveau zurückkehrt. Im zweiten Szenario werden über zehn Jahre (2025-2034) jedes Jahr zehn Prozent der illegalen Einwanderer abgeschoben, sodass letztlich alle illegalen Einwanderer abgeschoben sind und keine weiteren illegalen Einwanderer einreisen können. Unter dem ersten Szenario würde das Haushaltsdefizit bis 2034 um etwa 270 Milliarden US-Dollar steigen, unter dem zweiten Szenario um knapp 862 Milliarden US-Dollar, da nicht nur Ausgaben für Massenabschiebungen und Grenzschutz steigen, sondern auch Steuereinnahmen sinken (44 % der illegalen Einwanderer zahlen Einkommens- oder Lohnsteuer). Die Staatsverschuldung würde im ersten Szenario bis 2034 um 1,2 Prozent und im zweiten Szenario um 2,5 Prozent steigen. Die Studie schätzt zudem auch negative Effekte auf das BIP: Im ersten Szenario würde es bis 2034 um 1,0 Prozent und im zweiten Szenario um 3,3 Prozent sinken (Penn Wharton Budget Model 2025).

## China

### Robuste Wachstumszahlen – marodes Wachstumsmodell

Getrieben von starken Exporten dürfte China offiziell auch im Jahr 2025 wieder das selbstgesteckte Ziel von „etwa fünf Prozent“ Wachstum erreicht haben (BIP-Zahlen für Q4 noch nicht veröffentlicht). Angesichts der dramatischen Zoll-Eskalationen im Handelskrieg mit den USA in der ersten Jahreshälfte, einer wieder aufflammenden Immobilienkrise und der anhaltenden Nachfrageschwäche ist dies eine erstaunliche Leistung.

An der Validität der Zahlen des National Bureau of Statistics (NBS) sind denn auch in diesem Jahr wieder Zweifel angebracht. Die Rhodium Group weist auf Ungereimtheiten in der BIP-Rechnung des

chinesischen Statistikamtes hin und kommt nach eigenen Berechnungen auf ein reales BIP-Wachstum von 2,5 bis 3,0 Prozent für das Gesamtjahr.

Das zurückliegende Jahr verdeutlicht die Ungleichgewichte in Chinas Volkswirtschaft. In der ersten Jahreshälfte sorgten vorgezogene Exporte aufgrund von drohenden US-Zöllen, Konsum-Subventionen sowie fiskalische Impulse für robustes Wachstum (5,4 Prozent in Q1 und 5,2 Prozent in Q2). Mit dem Auslaufen mehrerer Konsumsubventionen verlor Chinas Konjunktur im Laufe des Jahres zunehmend an Momentum (4,8 Prozent in Q3). Außerdem verschlechterte sich in der zweiten Jahreshälfte die Lage auf dem Immobilienmarkt.

Der Immobiliensektor blieb auch 2025 der größte Hemmschuh für die Wirtschaft. Die Zahl der Neubauten sank laut NBS um mehr als 20 Prozent, der Wert der Immobilienverkäufe fiel um 11,1 Prozent und die Finanzmittel der Bauträger gingen um fast zwölf Prozent zurück. Berichte gegen Ende des Jahres über Krisensituationen bei großen Bauträgern wie Vanke verdeutlichen, warum der Immobiliensektor weiterhin das Vertrauen von Investoren, die Finanzen der lokalen Regierungen und die Risikobereitschaft der Banken belastet. Der IWF schätzt, dass die Stabilisierung des Immobiliensektors über mehrere Jahre hinweg Ressourcen in Höhe von etwa fünf Prozent des BIP erfordern könnte. Dies zeigt, dass es sich hierbei um eine mittelfristige strukturelle Anpassung und nicht um einen kurzfristigen zyklischen Einbruch handelt. Trotz der Schwierigkeiten im Immobiliensektor sowie schwacher Konsumausgaben und rückläufiger Investitionen verzichtete Peking auf groß angelegte, schuldenfinanzierte Konjunkturmaßnahmen.

### Exportindustrie als Stabilitätsanker mit wachsenden Risiken

Exporte blieben auch 2025 eine zentrale stabilisierende Kraft für Chinas Wirtschaft und waren ein wesentlicher Grund dafür, dass Peking im letzten Jahr eine relativ zurückhaltende Konjunkturpolitik verfolgen konnte. Vorzugseffekte angesichts der Unsicherheiten im Handel, die Diversifizierung hin zu Märkten außerhalb der USA und die robuste weltweite Nachfrage nach Gütern führten dazu, dass die Nettoexporte einen deutlich positiven Beitrag zum Wachstum leisteten. Im Jahresvergleich legten Chinas Exporte laut der *General Administration of Customs* (GAC) von Januar bis November um 6,2 Prozent zu. Die Aufschlüsselung nach wichtigen Handelspartnern und Regionen zeigt, wie erfolgreich China seine Exporte angesichts des Zollkonflikts mit den USA diversifizieren konnte. Während die Lieferungen in die USA um 28,6 Prozent zurückgingen, stiegen die Exporte nach Japan (+4,3 %), Südkorea (+1,9 %), Taiwan (+12,8 %), Australien (+35,8 %), ASEAN (+8,2 %) und in die EU (+14,8 %) deutlich.

Importe hingegen traten mit 0,2 Prozent Wachstum im letzten Jahr auf der Stelle. Infolgedessen überstieg Chinas Handelsüberschuss in den ersten elf Monaten des Jahres 2025 die Marke von einer Billion US-Dollar und erreichte mit rund 1,08 Billionen US-Dollar einen Rekordwert, der bereits den Gesamtjahresüberschuss von 2024 übertraf.

Der Export bleibt der Stabilitätsanker für Chinas Volkswirtschaft. Aber die Grenzen und Risiken des aktuellen Exportmodells treten immer deutlicher hervor. Chinas Handelspartner in Europa, Nordamerika und Teilen Asiens und Lateinamerikas nehmen den hohen Handelsüberschuss Chinas sowie seine marktverzerrende Industriepolitik zunehmend kritisch unter die Lupe und reagieren mit industriee- und handelspolitischen Gegenmaßnahmen. Diese Entwicklungen stellen zwar noch keinen entscheidenden externen Schock für China dar, schränken jedoch den Spielraum für Exporte als Wachstums-

motor ein. Die Unsicherheiten für chinesische Exporteure durch Handelsschutzmaßnahmen insbesondere in den USA und in der EU nehmen zu. Bisher scheint Peking darauf aber vor allem mit handelspolitischen Gegenmaßnahmen (u. a. Zölle, Exportkontrollen) und nicht mit einer wirtschaftspolitischen Kurskorrektur zur strukturellen Stärkung der Binnennachfrage zu reagieren.

### Industrieproduktion steigt, Investitionen sinken

Chinas dynamische industrielle Modernisierung und der starke Export führten auch in diesem Jahr zu robustem Wachstum im produzierenden Gewerbe. Laut NBS legte Chinas Industrieproduktion 2025 um 6,0 Prozent zu. Auf Branchenebene zeigte sich ein bekanntes Bild: Branchen mit engem Bezug zum Immobiliensektor wie Zement und Stahl schrumpften weiter, während High-Tech-Branchen hohes Wachstum aufwiesen. Die Produktion von Kraftfahrzeugen mit alternativen Antrieben (*New Energy Vehicles*) stieg etwa um 17,0 Prozent. Überkapazitäten bleiben ein Problem. In den ersten drei Quartalen des Jahres 2025 lag die Kapazitätsauslastung im Durchschnitt bei 74,2 Prozent, was einem Rückgang von 0,4 Prozentpunkten gegenüber dem Vorjahreszeitraum entspricht. Allerdings ist die aggregierte Auslastungsrate nur ein grober Indikator. In einzelnen Sektoren wie Solar, Batterien, Autos, Chemie und Bergbau ist die Auslastungsrate wesentlich niedriger.

Trotz des robusten Wachstums in der Industrieproduktion ergab der Einkaufsmanagerindex ein durchwachsenes Bild, was die Nachfrageschwäche unterstreicht. Chinas Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe schwankte im Jahresverlauf um die 50-Punkte-Marke, was auf eine stagnierende Entwicklung hindeutet. Im Dezember kletterte der PMI nach acht Monaten in Folge erstmals wieder über die 50-Prozent-Marke und damit in den Expansionsbereich. Chinas Statistikbehörde erklärte den überraschend guten Wert gegen Jahresende vor allem mit einer ansteigenden Nachfrage im Inland. Ob dies auf einen größeren Trend hindeutet, bleibt abzuwarten.

Investitionen sind im letzten Jahr als Stütze des chinesischen Wachstumsmodells weggebrochen. Von Januar bis November 2025 gingen die Nettoanlageinvestitionen im Vergleich zum Vorjahr um 2,6 Prozent zurück, wobei die privaten Investitionen um 5,3 Prozent sanken. Der Großteil des Rückgangs ist zwar auf die aufflammende Immobilienkrise im zweiten Halbjahr zurückzuführen. Immobilieninvestitionen sind von Januar bis November im Jahresvergleich um 15,9 Prozent eingebrochen. Doch auch wenn man den Immobiliensektor herausrechnet, legten Anlageinvestitionen nur um magere 0,8 Prozent zu. Denn auch Infrastrukturinvestitionen und Investitionen im Dienstleistungssektor verzeichneten negatives Wachstum (-1,1 % und -6,3 %). Trotz industriepolitischer Unterstützung stiegen die Anlageinvestitionen in der industriellen Fertigung lediglich um 1,9 Prozent (im sekundären Sektor insgesamt um 3,9 %). Anlageinvestitionen ausländischer Unternehmen gingen laut NBS im gleichen Zeitraum um 14,1 Prozent zurück.

### Nachfrage und Preise bleiben schwach

Der Binnenkonsum bleibt die zentrale Schwachstelle des chinesischen Wachstumsmodells. Im letzten Jahr schränkten auslaufende Kaufsubventionen, schwache Einkommenserwartungen und hohe Jugendarbeitslosigkeit (laut NBS 16,7 %) die Konsumfreude der Haushalte deutlich ein. In den ersten elf Monaten des Jahres 2025 stieg der Einzelhandelsumsatz gegenüber dem Vorjahr um 4,0 Prozent.

Für das Gesamtjahr 2025 lag die Inflationsrate bei 0,0 Prozent und lag damit deutlich unter dem von der Zentralbank angestrebten Ziel von „rund zwei Prozent“. Dies ist ein Zeichen dafür, dass Konjunk-

turmaßnahmen wie die Eintauschprogramme für Konsumgüter nur mäßige Ergebnisse bei der Verbesserung der Konsumentenstimmung und der Eindämmung des Deflationsdrucks erzielt haben. Die Maßnahmen scheinen vor allem Vorzugseffekte erzielt zu haben ohne nachhaltige Impulse für eine strukturelle Stärkung der Nachfrage zu generieren. Der Erzeugerpreisindex fiel 2025 gegenüber dem Vorjahr um 2,6 Prozent. Erzeugerpreise in China befinden sich damit seit über drei Jahren in einer deflationären Phase.

Nach einem Rückgang von 4,7 Prozent in 2024 traten die Gewinne von Industrieunternehmen im letzten Jahr auf der Stelle. Von Januar bis November 2025 legten sie laut NBS um 0,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr leicht zu. Die Gewinne staatlicher Unternehmen gingen um 1,6 Prozent zurück, während private Unternehmen nur einen leichten Rückgang verzeichneten (-0,1 %). Die unterdrückten Unternehmensgewinne und die anhaltende Deflation der Erzeugerpreise deuten darauf hin, dass Peking bisher mit seiner Agenda zur Bekämpfung von sog. „Involution“, mit der Peking die Problematik von ruinösem Wettbewerb und Überkapazitäten umschreibt, bisher keinen durchschlagenden Erfolg hatte.

### Mit Widersprüchen und ohne Momentum ins erste Jahr des 15. Fünfjahresplans

Chinas Volkswirtschaft startet ohne Momentum ins neue Jahr. Zyklische Faktoren wie auslaufende politische Unterstützungsmaßnahmen und eine hohe Basis könnten das Wachstum im ersten Quartal belasten, während strukturelle Faktoren wie die Rezession auf dem Immobilienmarkt und der schwache Konsum anhalten. Das Basisszenario für 2026 ist, dass das Wachstum in den ersten Monaten recht schwach ausfallen wird, was Peking dazu zwingen dürfte, im Frühjahr weitere wachstumsfördernde Maßnahmen zu ergreifen, um das Wachstum im zweiten Quartal und darüber hinaus anzukurbeln.

Die chinesische Volkswirtschaft dürfte im laufenden Jahr mit 4,5 Prozent zulegen. Auch der IWF rechnet mit 4,5 Prozent Wachstum für 2026, die OECD geht von 4,4 bis 4,5 Prozent und die Weltbank von 4,4 Prozent aus. Etwas höher liegt die Schätzung von *Goldman Sachs* mit 4,8 Prozent, was die Bank unter anderem mit vergleichsweise hohen Erwartungen in Bezug auf die fiskal- und geldpolitische Unterstützung und eine robuste Entwicklung im Export begründet. Die *Rhodium Group* geht dagegen nur von zwei Prozent Wachstum aus. Auf dem Volkskongress im März wird wahrscheinlich wieder ein Wachstumsziel von „etwa fünf Prozent“ ausgegeben.

Für das erste Jahr des 15. Fünfjahresplans ist jedoch weniger die genaue Wachstumsrate von Bedeutung, sondern vielmehr die Frage, welche Prioritäten Peking setzt. Zum Jahresende erklärte Generalsekretär Xi Jinping die Erweiterung der Binnennachfrage in einem Artikel der Zeitschrift *Qiushi* (求是), dem zentralen Theoriejournal der Kommunistischen Partei, zur „Top-Priorität chinesischer Wirtschaftspolitik“. Auch wenn die Führung damit ein klares politisches Signal sendet, bleiben Zweifel an einer entsprechenden wirtschaftspolitischen Wende und substanziellen Strukturreformen angebracht. Die Regierung dürfte weitgehend bestehende, bisher mäßig effektive Ansätze zur Stärkung der Binnennachfrage ausweiten. Denn tiefgreifende Strukturreformen zur Stärkung der Kaufkraft privater Haushalte sind komplex, langwierig und teuer. Zumindest kurzfristig könnten sie Pekings aktuelle Agenda für technologische Unabhängigkeit und globale industrielle Dominanz bremsen.

Die Regierung muss die Binnennachfrage stärken und gleichzeitig Überkapazitäten, die Verschuldung lokaler Regierungen und die Abhängigkeit vom Immobiliensektor weiter abbauen. Wie die Regierung den Zielkonflikt zwischen strategischen geoökonomischen Zielen, kurzfristiger konjunktureller Stabilisierung und längerfristiger, struktureller Neuausrichtung bewältigt, wird nicht nur das Wachstumsprofil

für 2026 prägen, sondern auch die Glaubwürdigkeit des umfassenden wirtschaftlichen Wandels Chinas im Rahmen des 15. Fünfjahresplans.

## Euroraum

Die europäische Wirtschaft steht weiterhin vor erheblichen Herausforderungen in einem zunehmend fragmentierten globalen Umfeld. Zwar brachte der Zollkompromiss mit den USA im Sommer etwas Entspannung, doch die jüngsten Androhungen von US-Strafzöllen stellen diesen wieder in Frage. Die Belastungen für den Außenhandel bleiben hoch: Effektive Zölle liegen aktuell bei rund dreizehn Prozent, und die Unsicherheit über künftige handelspolitische Maßnahmen ist nicht vollständig ausgeräumt. Hinzu kommt die kräftige Euro-Aufwertung seit Anfang 2025, die die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Industrie zusätzlich mindert. Umlenkungseffekte im Welthandel verschärfen den Druck – insbesondere durch Anbieter aus Asien.

Zwar gibt es Faktoren, die stützen: Die geldpolitische Lockerung der EZB verbessert die Finanzierungsbedingungen, die Arbeitsmärkte zeigen sich insgesamt robust und steigende Reallöhne stützen den Konsum. Auch höhere Staatsausgaben tragen in einigen Ländern zur Stabilisierung bei. Doch diese positiven Impulse reichen nicht aus, um die Schwächen zu kompensieren. Die Investitionsdynamik bleibt verhalten, unter anderem weil fiskalische Maßnahmen vor allem in Deutschland greifen und dort nur langsam wirken, während andere Mitgliedstaaten unter Konsolidierungsdruck stehen. Zusätzlich belasten schwache Nettoexporte und strukturelle Standortprobleme die Entwicklung.

Vor diesem Hintergrund verläuft die Erholung im Euroraum schleppend. Das Wachstum bewegt sich nahe am gesunkenen moderaten Potenzial – zu niedrig, um Wettbewerbsfähigkeit und Wohlstand langfristig zu sichern.

### Laut den jüngsten Quartalszahlen verliert das Wachstum zuletzt an Dynamik

Die schwache Grunddynamik zeigt sich auch in den aktuellen Wachstumszahlen. Im dritten Quartal 2025 wuchs die Wirtschaft des Euroraums um 1,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr, nach 1,5 Prozent im zweiten und 1,6 Prozent im ersten Quartal. Im Quartalsvergleich zeigt sich die Abschwächung deutlich: Nach einem Plus von 0,6 Prozent im ersten Quartal, legte das BIP in Quartal zwei und drei nur um 0,1 Prozent beziehungsweise 0,2 Prozent zu. Das Wachstum im ersten Halbjahr wurde vor allem durch privaten Konsum und höhere Staatsausgaben getragen, während die Nettoexporte – besonders im zweiten Quartal – deutlich bremsen.

Auf Sektorenebene zeigte sich im Jahr 2025 bei den Dienstleistungen eine stärkere Dynamik als in der Industrieproduktion. Letztere konnte sich nach dem Rückgang zwischen Frühjahr 2023 und Ende 2024 zwar wieder etwas erholen, bleibt jedoch insgesamt verhalten. Dies spiegelt sich auch in der Kapazitätsauslastung wider, die im vierten Quartal 2025 auf 78,2 Prozent stieg. Damit liegt sie weiterhin unter dem langfristigen Durchschnitt von 80,7 Prozent seit 1985 – ein Hinweis auf die insgesamt gedämpfte Industriekonjunktur.

**Bruttoinlandsprodukt\* des Euroraums**

\* Veränderung gegenüber dem Vorjahr, kalender- und saisonbereinigt

Quelle: Macrobond

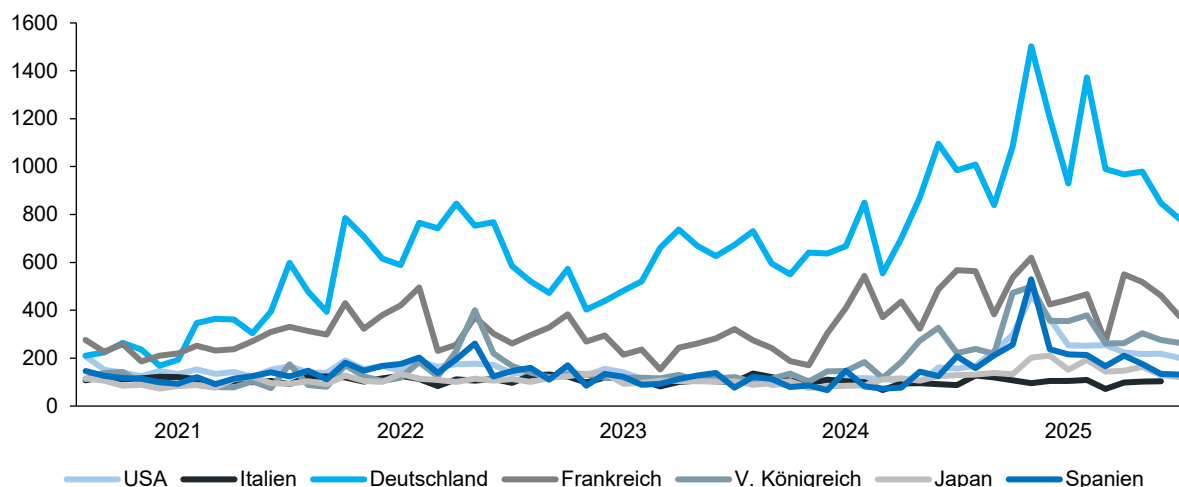
**Hohe politische Unsicherheit prägt den Euroraum-Ausblick auch bei anziehenden Frühindikatoren**

Die wirtschaftspolitische Unsicherheit in Europa – insbesondere in Deutschland – hat sich seit dem Frühjahr 2025 von den zuvor extrem hohen Niveaus nur leicht zurückgebildet und verbleibt deutlich über dem langjährigen Mittel. Der zugrunde liegende *Economic-Policy-Uncertainty*-Indikator (siehe nachfolgendes Schaubild) zeigt weiterhin ausgeprägte Ausschläge, was auf ein anhaltend volatiles wirtschaftspolitisches Umfeld hinweist. Dies dürfte kurzfristige Investitionsentscheidungen und Planungen von Unternehmen erschweren. Die hohe Volatilität könnte zugleich sowohl geopolitische Unsicherheiten als auch laufende Debatten über fiskal- und strukturpolitische Maßnahmen widerspiegeln.

Dabei ist positiv zu vermerken, dass Frühindikatoren für den Euroraum zuletzt etwas anzogen. So lag der von *S&P Global* erhobene *HCOB-Einkaufsmanagerindex* (PMI) im Durchschnitt der letzten drei Monate des Jahres 2025 mit 52,3 Punkten auf dem höchsten Stand seit dem zweiten Quartal 2023 – trotz eines leichten Rückgangs im Dezember 2025. Der entscheidende Impuls kommt hierbei aus dem Dienstleistungssektor, während sich die Produktion verlangsamt hat.

Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir für den Euroraum insgesamt ein Wachstum von rund 1,1 Prozent für das Jahr 2026, nach rund 1,2 Prozent im Vorjahr. Damit liegt das Wachstum aktuell leicht unter dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre von 1,5 Prozent (Eurostat, 2025). Die Konjunktur im Euroraum dürfte hierbei vor allem von der Binnenwirtschaft getragen werden. Der private Verbrauch profitiert von steigenden Reallöhnen, während die öffentlichen Ausgaben leicht stützend wirken. Demgegenüber belasten die Nettoexporte das Wachstum, da hohe US-Zölle und die durch die Euro-Aufwertung verschlechterte preisliche Wettbewerbsposition wirken. US-Strafzölle würden eine erhebliche zusätzliche Belastung für europäische Exporteure darstellen, sind in den Prognosen jedoch noch nicht unterstellt. Auch die Unternehmensinvestitionen werden voraussichtlich verhalten bleiben und deutlich unter den strukturellen Erfordernissen liegen, wie sie im *Draghi-Report* ausgewiesen sind.

## Economic Policy Uncertainty Index



Quelle: Macrobond



## Ausgewählte EU-Länder und das Vereinigte Königreich

Die französische Wirtschaft dürfte sich 2026 nur langsam erholen. Nach einem geschätzten Wachstum von rund 0,7 Prozent im Jahr 2025 erwarten wir für 2026 eine moderate Beschleunigung auf etwa 0,9 Prozent, im Einklang mit den Prognosen von Europäischer Kommission (2025a). Die IWF-Prognose (2026) liegt mit ein Prozent Wachstum leicht darüber. Impulse kommen vor allem vom privaten Konsum und den Exporten, während die Dynamik durch die notwendige fiskalische Konsolidierung und eine schwierige politische Lage gebremst wird. Diese belastet nicht nur die Investitionsbereitschaft, sondern erschwert auch die Haushaltsplanung: Das Defizit dürfte sich laut Kommission zwar von 5,5 Prozent des BIP auf 4,9 Prozent verringern, die Schuldenquote steigt jedoch weiter auf rund 118 Prozent. Mit etwa 1,3 Prozent bleibt die Inflation niedrig, was vor allem auf den Rückgang der regulierten Strompreise im Februar 2025 zurückzuführen ist. Die Risiken für das Wachstum sind überwiegend abwärtsgerichtet.

Die italienische Wirtschaft dürfte 2026 nur verhalten wachsen. Nach einem schwachen Jahr 2025 mit rund 0,5 Prozent erwarten wir eine leichte Beschleunigung auf etwa 0,8 Prozent, was der Prognose der Europäischen Kommission (2025a) entspricht, wohingegen der IWF (2026) von 0,7 Prozent Wachstum ausgeht. Die Erholung stützt sich vor allem auf den privaten Konsum, der von steigenden realen Einkommen profitiert sowie auf Investitionen, die durch verbleibende Mittel aus dem *Nationalen Aufbau- und Resilienzplan* (NRRP) und günstigere Finanzierungskosten begünstigt werden. Die Exportseite steht hingegen weiterhin unter Druck: Die Euro-Aufwertung und die höheren US-Zölle belasten die Auslandsnachfrage, sodass die Nettoexporte das Wachstum um 0,3 Prozentpunkte schmälern dürften. Hinzu kommen strukturelle Schwächen wie hohe Energiekosten und eine seit Jahren rückläufige Industrieproduktion. Insgesamt bleibt der Wachstumspfad fragil, die Risiken sind überwiegend abwärtsgerichtet.

Die spanische Wirtschaft dürfte 2026 etwas an Dynamik verlieren, bleibt aber im Eurozonen-Vergleich robust. Nach einem außergewöhnlich starken Jahr 2025 mit rund 2,8 Prozent Wachstum erwarten wir für 2026 eine Abschwächung auf etwa 2,1 Prozent. Damit liegen wir leicht unter den Prognosen des

IWF und der Europäischen Kommission (jeweils 2,3 %). Die positive Entwicklung wird weiterhin von Konsum und Investitionen getragen, die jedoch nicht mehr die außergewöhnliche Dynamik der Vorjahre erreichen. Dämpfend wirken eine nachlassende Stärke des Tourismussektors und eine schwächere globale Nachfrage, die die Exportseite belastet. Hinzu kommen Risiken aus einem ungünstigeren internationalen Umfeld, insbesondere bei Energiepreisen und Wechselkursen. Insgesamt bleibt Spanien eine der widerstandsfähigsten Volkswirtschaften der Eurozone, auch wenn die Wachstumsrate spürbar zurückgeht.

Nach einem geschätzten Wachstum von 1,4 Prozent im Jahr 2025 erwarten die OECD (2025) und die Europäische Kommission (2025a) für 2026 im Vereinigten Königreich eine Abschwächung auf rund 1,2 Prozent. Die schwächere Dynamik ist vor allem auf die fortgesetzte fiskalische Konsolidierung und die Belastung durch globale Unsicherheit zurückzuführen. Der private Konsum bleibt verhalten, die Investitionen entwickeln sich nur moderat, und die Nettoexporte leisten laut Kommission einen negativen Wachstumsbeitrag, da die Warenexporte schwach bleiben und die Dienstleistungsexporte nur teilweise gehalten. Die Inflation dürfte mit 2,5 Prozent weiterhin deutlich über dem Zielwert liegen. Gleichzeitig kühlt der Arbeitsmarkt spürbar ab: Die Arbeitslosenquote steigt laut OECD von 4,7 auf 4,9 Prozent. Insgesamt bleibt der Ausblick gedämpft, die Risiken sind überwiegend abwärtsgerichtet.

## Deutschland

Mit dem Jahr 2025 gingen einher der Beginn der zweiten Amtszeit von Donald Trump als Präsident der Vereinigten Staaten sowie nach der Bundestagswahl, aber noch vor der Konstituierung des neuen Bundestages, das Aussetzen der Schuldenbremse und die Verabschiedung eines Sondervermögens von über einer halben Billion Euro. Letzteres hat in Deutschland im vergangenen Jahr kaum konjunkturelle Impulse ausgelöst, dürfte aber im Jahr 2026 spürbar zum Wirtschaftswachstum beitragen. Das mit plus 0,3 Prozent gestiegene BIP zu Beginn im ersten Quartal 2025 war Vorzieheffekten auf eine protektionistische US-Zollpolitik geschuldet, die nicht nur den Welthandel für kurze Zeit aufleben ließ, sondern auch der deutschen Konjunktur einen letzten, seit langem mal wieder exportgetriebenen Wachstumsimpuls verlieh. Es folgten ein Rückpralleffekt im zweiten Quartal (-0,2 % im Vergleich zum Vorquartal) und darauf Stagnation. In der Summe ist das deutsche BIP im Jahr 2025 nach einer ersten Schätzung des Statistischen Bundesamtes im Jahresvergleich um 0,2 Prozent gestiegen. Dass die deutsche Wirtschaft nicht das dritte Jahr in Folge geschrumpft ist, obwohl Investitionen in Ausrüstungen das dritte und Bauinvestitionen das fünfte Jahr in Folge gesunken sind und vom Außenhandel schon seit drei Jahren keine Wachstumsimpulse mehr ausgingen, Verdanken wir der relativ starken Binnennachfrage.

Im Jahr 2026 dürfte sich das Wirtschaftswachstum im Vergleich zum Vorjahr beschleunigen. Neben steigenden Konsumausgaben dürften auch die Investitionen in sonstige Anlagen (F&E, Patente) wie schon in den Jahren zuvor zulegen. Bei den Investitionen in Ausrüstungen sollte sich nach zwei Jahren Flaute wieder eine leichte Bewegung abzeichnen, auch wenn diese zunächst nur durch ausstehende Ersatzinvestitionen geprägt sein dürften. Bei den Bauinvestitionen deutet sich nach vier Jahren Schrumpfung eine allmähliche Erholung an. Sie werden einerseits gestützt durch das Sondervermögen Klima und Infrastruktur. Darüber hinaus auch über den Wohnungsbau. Dort zeichnete sich zuletzt eine leichte Belebung bei den Baugenehmigungen ab. Zu Jahresbeginn könnten die Bauinvestitionen witterungsbedingt einen Dämpfer erhalten, die aber erfahrungsgemäß im Jahresverlauf kompensiert wird. Gebremst wird das Wachstum im Jahr 2026 erneut von der Außenwirtschaft. Zwar dürften die Exporte in realer Rechnung nach drei Jahren Rückgang um etwas mehr als ein halbes Prozent steigen.

Gleichzeitig dürften aber die Importe mit plus 2,5 Prozent deutlich stärker zulegen, was in der Summe zu einem negativen Wachstumsbeitrag durch den Außenhandel führt. Zusätzliche US-Strafzölle von 10 Prozent ab 1. Februar und 25 Prozent ab 1. Juni 2026 sind hier nicht berücksichtigt, könnten jedoch das Wachstum in Deutschland mit bis zu einem Prozentpunkt belasten. Zusätzliche US-Strafzölle von 10 Prozent ab dem 1. Februar und 25 Prozent ab dem 1. Juni 2026 sind hier nicht berücksichtigt, könnten das Wachstum in Deutschland jedoch um bis zu einem Prozentpunkt belasten. Insgesamt rechnen wir für das gesamte Jahr 2026 mit einem Anstieg des BIP im Vergleich zum Vorjahr um ein Prozent.

## Quellenverzeichnis

**Aranati, Lauren (2025).** US hiring held firm in December capping weakest year of growth since pandemic. The Guardian. 9. Januar.

**Barwick, Panle J., Myrto Kalouptsidi, Nahim Bin Zahur (2024).** Industrial Policy: Lessons from Shipbuilding. Journal of Economic Perspectives.

**Bank of England (2025).** Monetary Policy Summary, December 2025. Dezember. London.

**BDI (2025a).** Industrierbericht. November. Berlin.

--(2025b). Wachstumsausblick Europa. Dezember. Berlin.

--(2025c). Globaler Wachstumsausblick. Januar. Berlin.

**Bickenbach, Frank, D. Dohse, R.J. Langhammer, W.-H. Liu (2024).** Foulspiel? Zu Höhe und Umfang der Industriesubventionen in China. Kiel Policy Brief. Institut für Weltwirtschaft.

**Boullenois, Camille, Agatha Kratz, Danbiel H. Rosen (2025).** Far From Normal: An Augmented Assessment of China's State Support. Rhodium Group.

**Bureau of Economic Analysis (2025a).** Gross Domestic Product, 3rd Quarter 2025 (Initial Estimate) and Corporate Profits (Preliminary). 23. Dezember. Washington, D.C.

--(2025b). Personal Income and Its Disposition, Monthly. 23. Dezember. Washington, D.C.

--(2025c). Percent Change From Preceding Period in Real Personal Consumption Expenditures by Major Type of Product, Monthly. 23. Dezember. Washington, D.C.

--(2026). U.S. International Trade in Goods and Services, October 2025. 8. Januar. Washington, D.C.

**Bureau of Labour Statistics (2026).** Consumer Price Index News Release. Januar. Washington, D.C.

--(2026a). Employment Situation Summary. 9. Januar. Washington, D.C.

--(2026b). Employment and Earnings Summary. Januar. Washington, D.C.

--(2026c). Consumer Price Index Historical Tables for U.S. City Average. Washington, D.C.

**The Conference Board (2025).** US Consumer Confidence Fell Again in December. 23. Dezember. New York.

**Congressional Budget Office (2025a).** Estimated Budgetary Effects of Public Law 119-21, to Provide for Reconciliation Pursuant to Title II of H. Con. Res. 14, Relative to CBO's January 2025 Baseline. 21. Juli. Washington, D.C.

--(2025b). Monthly Budget Review: Summary for Fiscal Year 2025. 10. November. Washington, D.C.

--(2025c). CBO's Updated Projections of the Budgetary Effects of Tariffs as of November 15, 2025. 20. November. Washington, D.C.

**Deutsche Bank Research (2025a).** Focus Europe. 5. Dezember.

**Deutsche Bundesbank (2025).** Was steckt hinter dem mehrjährigen Rückgang der deutschen Exportmarktanteile? Monatsbericht Juli. S. 20-52.

**Doshi, Rush (2021).** The Long Game. China's Grand Strategy to Displace American Order. Oxford. Oxford University Press.

**Europäische Kommission (2025a).** European Economic Forecast. Dezember. Brüssel.

--(2025b). Heat map for 6th release – November 2025. Brüssel.

--(2025c). November 2025. The Macroeconomic Effects of US Tariff Hikes. Brüssel.

--(2024). Commission Staff Working Document on Significant Distortion in the Economy of the People's Republic of China for the purposes of trade defence instruments. SWD(2024) 91 final.

**Europäische Zentralbank (2024).** Why Competition with China is getting tougher than ever. ECB Blog. 24. September.

**Eurostat (2026).** Annual inflation down to 1.9% in the euro area. Januar. Luxemburg.

--(2025). Wachstumsrate des realen BIP – Volumen. November. Luxemburg.

**Federal Reserve (2025a).** Transcript of Chair Powell's Press Conference December 10, 2025. Dezember. Washington, D.C.

--(2025b). FOMC Meeting Statement. Dezember. Washington, D.C.

**The Guardian (2025).** Artikel von Aranati, Lauren. US hiring held firm in December capping weakest year of growth since pandemic. 9. Januar.

**Internationaler Währungsfonds (2026).** World Economic Outlook Update. Januar. Washington, D.C.

--(2025a): World Economic Outlook. Oktober. Washington, D.C.

--(2025b). China. Article 4. Länderbericht 24/258. Washington, D.C.

--(2024). People's Republic of China. IMF Country Report No. 24/38. Washington, D.C.

**Institut für Weltwirtschaft (2025a).** Weltwirtschaft im Winter 2025. Kieler Konjunkturberichte 128. Kiel.

--(2025b). 28.07.2025 | US–EU Handelsabkommen. Juli. Kiel.

**Lee, Lizzy C. (2025).** The China Model's Fatal Flaw. Foreign Affairs November/December.

**Matthes, Jürgen (2025a).** Entwicklung der deutschen Exporte im Jahr 2025 nach Ländern. IW-Report 68. Köln.

--(2025b). Außenhandel 2024 mit China: Problematische Befunde im Detail. IW-Kurzbericht 20. Köln.

**OECD (2025a).** Economic Outlook. Dezember. Paris.

--(2025b). How Subsidies Shape Global Car and EV production. Policy Brief. Paris.

--(2025c). Economic Outlook. June. Paris.

--(2023). Government support in industrial sectors: A synthesis report. OECD Trade Policy Papers, No. 270, OECD Publishing, Paris.

**Office for National Statistics (2025).** Consumer price inflation, UK: November 2025. November. Newport.

**Oxford Economics (2024).** Internationaler Vergleich aktueller industriepolitischen Strategien mit Auswirkungen auf den Hightech-Sektor. Studie für den vfa. Berlin.

**Penn Wharton Budget Model (2025).** Mass Deportation of Unauthorized Immigrants: Fiscal and Economic Effects. 28. Juli. Philadelphia.

**Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2025).** Expansive Finanzpolitik kaschiert Wachstumschwäche. Berlin. September.

**Statistics Bureau of Japan (2025).** CPI. November. Tokyo.

**S&P Global (2026).** HCOB Eurozone Composite PMI. Januar. New York City.

**Tordoir, Sander, Brad Setser (2025).** How German industry can survive the second China shock. CER. London. January.

**The Budget Lab at Yale (2025).** Trade State of U.S. Tariffs: November 17, 2025. November. New Haven.

**The Economist (2025).** Briefing. Europe's China shock. 22.11., S. 18-20.

## Impressum

Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI)  
Breite Straße 29  
10178 Berlin  
T: +49 30 2028-0  
[www.bdi.eu](http://www.bdi.eu)

Lobbyregisternummer R00053

## Autoren

Dr. Klaus Günter Deutsch  
T: +49 30 2028 1591  
[k.deutsch@bdi.eu](mailto:k.deutsch@bdi.eu)

Julia Howald  
T.: +49 30 2028 1483  
[j.howald@bdi.eu](mailto:j.howald@bdi.eu)

Thomas Hüne  
T: +49 30 2028 1592  
[t.huene@bdi.eu](mailto:t.huene@bdi.eu)

Anna Kantrup  
T: +49 30 2028 1526  
[a.kantrup@bdi.eu](mailto:a.kantrup@bdi.eu)

Frederik Lange  
T: +49 30 2028 1734  
[f.lange@bdi.eu](mailto:f.lange@bdi.eu)

Ferdinand Schaff  
T: +49 30 2028 1409  
[f.schaff@bdi.eu](mailto:f.schaff@bdi.eu)

## Redaktion / Grafiken

Marta Gancarek  
T: +49 30 2028 1588  
[m.gancarek@bdi.eu](mailto:m.gancarek@bdi.eu)