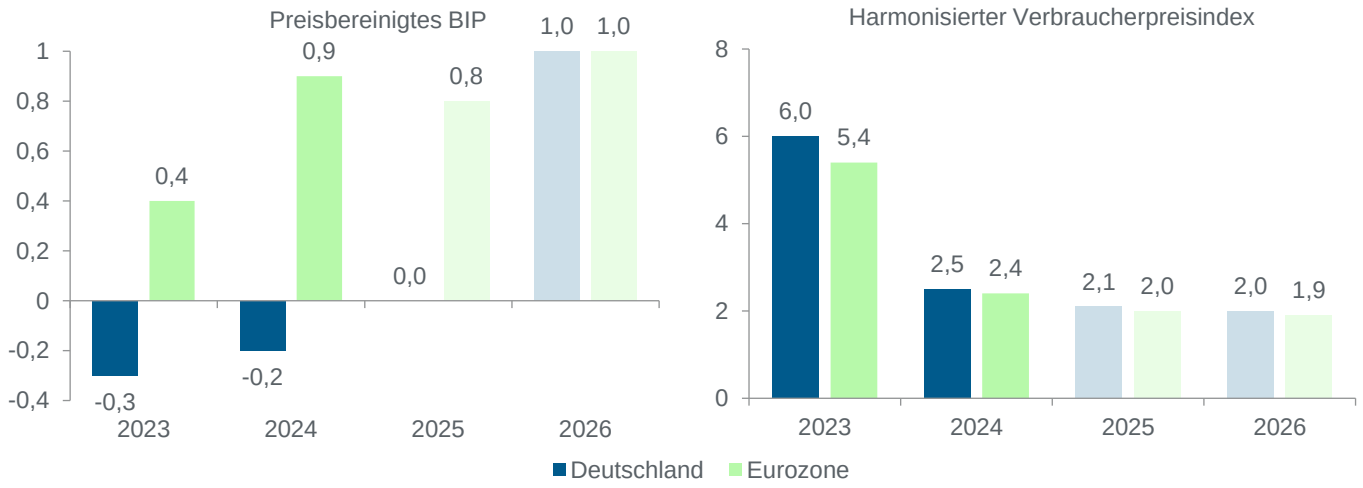
Zwischen Handelsschock und Fiskalimpuls

26. Mai 2025
Autoren: Dr. Philipp Scheuermeyer, 069 7431-4017, philipp.scheuermeyer@kfw.de
Dr. Klaus Borger, 069 7431-2455, klaus.borger@kfw.de
Stephanie Schoenwald, 069 7431-6446, stephanie.schoenwald@kfw.de
Dr. Jenny Körner, 069 7431-57189, jenny.koerner@kfw.de
Pressekontakt: Nina Luttmer, 069 7431-41336, nina.luttmer@kfw.de

- Nach einer leichten Schrumpfung Ende 2024 wuchs das deutsche Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Vierteljahr um kräftige 0,4 %. Zum 13. Mal in Folge haben sich die Vorzeichen der Quartalsraten wie bei einem Wellblech abgewechselt. Der Konjunkturtrend war seit Mitte 2022 unterm Strich leicht negativ.
- Kurzfristig sind die Chancen für eine echte Trendwende gering. Die US-Zölle und die handelspolitische Unsicherheit werden die Exporte und Unternehmensinvestitionen noch bremsen. Wir revidieren unsere Prognose für 2025 angesichts des guten Jahresstarts zwar um 0,2 Prozentpunkte nach oben, rechnen aber im Gesamtjahr mit nicht mehr als Stagnation – bei Beibehaltung des aktuellen Zollniveaus.
- Nach langer Durststrecke bieten der erhöhte Fiskalspielraum und die Investitionspläne der Bundesregierung jedoch die Aussicht auf einen Wachstumsschub im kommenden Jahr. Wir heben die Prognose für 2026 um 0,7 Prozentpunkte auf jetzt 1,0 % an.
- Für die Eurozone sind die Schocks aus der Handels- und Fiskalpolitik ebenfalls bedeutsam, allerdings in geringerem Maß als für Deutschland. Wir erwarten für die Eurozone eine leichte Abschwächung des preisbereinigten Wachstums auf 0,8 % 2025, gefolgt von einer Beschleunigung auf 1,0 % im Jahr 2026.
- Der persistenten Dienstleistungsinflation stehen sinkende Energiepreise und inflationsdämpfende Impulse der US-Zollpolitik gegenüber. Wir reduzieren unsere Inflationsprognosen (HVPI) für 2025 auf 2,0 % in der Eurozone und auf 2,1 % in Deutschland (Vorprognosen: +2,2 % und +2,4 %).

Wirtschaftswachstum und Inflation

Prozent gegenüber Vorjahr



Quellen: KfW Research, Destatis, Eurostat

Preisbereinigtes BIP-Wachstum in der Eurozone

Prozent gegenüber Vorjahr

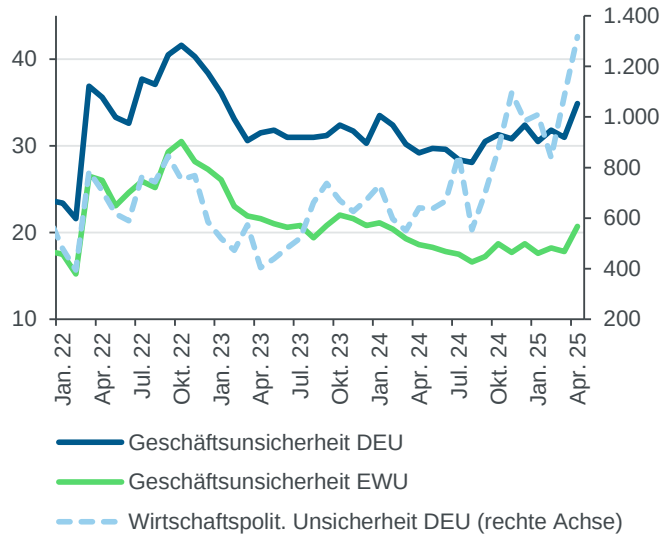
	DE	FR	IT	ES	EZ
2023	-0,3	0,9	0,7	2,7	0,4
2024	-0,2	1,2	0,7	3,2	0,9
2025	0,0	0,5	0,4	2,4	0,8
2026	1,0	0,7	0,6	2,0	1,0

Quellen: Destatis, Eurostat, KfW Research

Deutschland: echte Trendwende wohl erst ab 2026

Auf das Muster der Wellblechkonjunktur ist Verlass: Nach einer leichten Schrumpfung Ende 2024 ging das preis-, saison- und kalenderbereinigte Bruttoinlandsprodukt im ersten Vierteljahr 2025 wieder um 0,4 % nach oben. Zum 13. Mal in Folge haben sich die Vorzeichen der Quartalsraten abgewechselt bei einem insgesamt leicht negativen Konjunkturtrend, der zu inzwischen deutlich unterausgelasteten Produktionskapazitäten geführt hat. Nun dürfte im laufenden Quartal oder spätestens im Sommer auch aufgrund der deutlichen Erhöhung der US-Zölle seit April (siehe Kasten 1 zu den Annahmen bzgl. der Zölle) ein konjunktureller Rückschlag folgen. Vor allem die Exporte werden angesichts des handelspolitischen Gegenwinds in diesem Jahr wohl erneut schrumpfen, nachdem die Warenausfuhr zu Jahresbeginn noch einen vorübergehenden Schub nicht zuletzt aufgrund von vorgezogenen US-Importen bekommen hat. Außerdem werden die durch den US-Protektionismus reduzierten Absatz- und Gewinnaussichten sowie die erneut gestiegene Unsicherheit die Investitionstätigkeit der Unternehmen in Deutschland noch belasten.

Indikatoren für die Unsicherheit

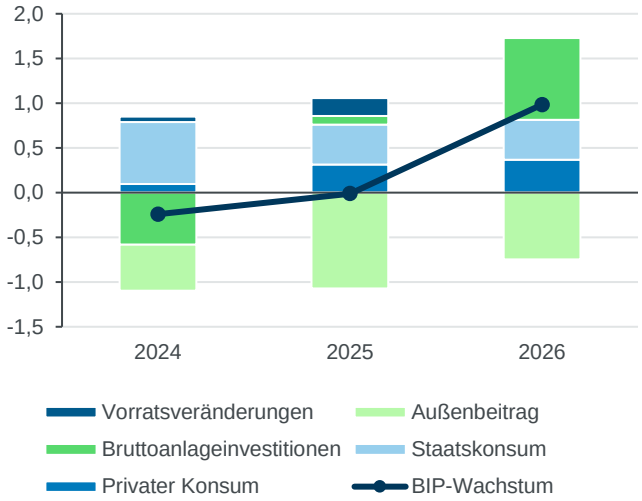


Quellen: EU-Kommission, policyuncertainty.com.

Etwas konjunktureller Aufwind kommt aber von der begonnenen Lockerung der europäischen Geldpolitik und den im vergangenen Jahr spürbar gestiegenen Reallöhnen. Gleichwohl dürfte der private Konsum nur verhalten zulegen, da die Reallohndynamik wieder deutlich nachlässt und angesichts steigender Arbeitslosigkeitsrisiken auch nur mit einem geringen Rückgang der 2024 erheblich gestiegenen Sparquote zu rechnen ist. Die meisten Indikatoren für den Wohnungsbau haben indes eine Trendwende nach oben vollzogen, sodass wir bei den Wohnungsbauinvestitionen in diesem Jahr den Beginn einer langsamen Erholung erwarten. Die Dynamik des Staatskonsums dürfte im Vergleich zu 2024 zwar etwas nachlassen, aber dennoch auch im laufenden Jahr erheblich zum BIP-Wachstum beitragen. Alles in allem hat sich das Konjunkturbild aus unserer Winterprognose inklusive der US-Zollerhöhung in etwa bestätigt. Wir revidieren unsere Prognose für 2025 angesichts des guten Jahresstarts zwar um 0,2 Prozentpunkte nach oben, rechnen aber im Gesamtjahr mit nicht mehr als Stagnation.

Reales BIP-Wachstum in Deutschland – Zerlegung in Verwendungskomponenten

Wachstum in Prozent, Beiträge der Komponenten in Prozentpunkten



Quellen: Destatis; KfW Research Prognose ab 2025

Für 2026 haben sich die Wachstumsaussichten dagegen durch die im März vollzogene Reform der deutschen Schuldenbremse deutlich verbessert (siehe Kasten 2). Von einer defizitfinanzierten Ausweitung der staatlichen Infrastrukturinvestitionen und Verteidigungsausgaben ist direkt ein deutlicher Wachstumsbeitrag zu erwarten. Hinzu kommt, dass sich auch der allgemeine Fiskalspielraum etwas erhöht hat, womit ein leichter Konjunkturimpuls durch Maßnahmen wie die Einführung degressiver Abschreibungen möglich wird. Auch die Unternehmensinvestitionen dürften so im nächsten Jahr wieder spürbar wachsen. Außerdem wird der private Konsum wohl weiter moderat zulegen. Deutschland befindet sich jedoch nach wie vor in einem schwierigen Strukturwandel und der US-Protektionismus dürfte auch 2026 noch auf der Weltwirtschaft lasten. Insbesondere bei den Exporten ist daher auch 2026 nur mit einem verhaltenen Plus zu rechnen, bei stark steigenden Importen und einem somit weiterhin negativen Außenbeitrag. Unterm Strich erhöhen wir unsere Wachstumsprognose für 2026 um 0,7 Prozentpunkte auf jetzt 1,0 %. Auf- und Abwärtsrisiken ergeben sich insbesondere durch Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der US-Handelspolitik und dem Fiskalimpuls in Deutschland (siehe Kasten 1 und 2)

Eurozone: temporäre Wachstumsabschwächung 2025

Für die Konjunktur im Euroraum sind die Schocks aus der Handels- und Fiskalpolitik ebenfalls bedeutsam, allerdings in geringerem Maß als für Deutschland: Zunächst spielt die US-Nachfrage für die meisten anderen Mitgliedsstaaten eine geringere Rolle, was niedrigere Verluste aus der Zollanhebung impliziert. Nach einem soliden Wachstum zum Jahresauftakt ist somit im zweiten und dritten Quartal in etwa mit einer Stagnation der

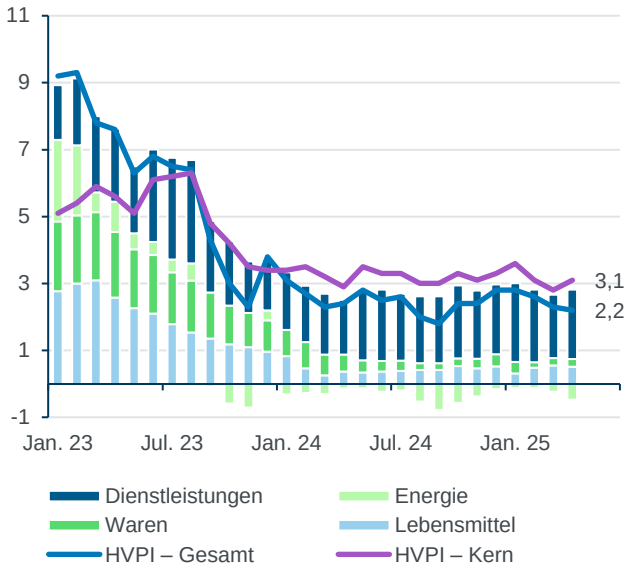
Wirtschaft im Euroraum zu rechnen. Eine Ausweitung der Verteidigungsausgaben dürfte indes spätestens im nächsten Jahr auch im Euroraum das Wachstum anschieben, allerdings wird der Fiskalimpuls insbesondere aufgrund einer deutlich angespannteren fiskalpolitischen Ausgangssituation in den anderen großen Euroländern kleiner ausfallen als in Deutschland. Auch die EU-Kredite aus dem SAFE-Programm (Security Action for Europe), die lediglich einigen Staaten einen Zinsvorteil bei den dadurch finanzierten Verteidigungsausgaben bieten, werden daran kaum etwas ändern. Abgesehen von den Verteidigungsausgaben sowie den über den EU-Fond NGEU (Next Generation EU) finanzierten Ausgaben befinden sich die meisten Euroländer auf einem moderaten Konsolidierungskurs. Wir erwarten für den Euroraum insgesamt eine leichte Abschwächung des preisbereinigten Wachstums auf 0,8 % in diesem Jahr, gefolgt von 1 % im Jahr 2026. Insbesondere in Frankreich und Italien dürfte das Wachstum relativ gering ausfallen, während sich die kräftige Konjunktur in Spanien nur langsam abkühlt.

US-Zölle mit inflationsmindernden (Neben-)Wirkungen

Nach dem Zwischenhoch um die Jahreswende hat sich der Verbraucherpreisanstieg wieder erkennbar verlangsamt. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) wurde die Inflationsrate im April sowohl für Deutschland als auch für die Eurozone mit 2,2 % gemeldet.

Beiträge zur Inflation (HVPI) in Deutschland

Inflation in Prozent, Beiträge der Komponenten in Prozentpunkten



Quellen: KfW Research, EZB.

Die niedrigeren Inflationszahlen sind eine indirekte Folge der erratischen US-Zollpolitik. Zusammen mit der Ausweitung der Öl-Fördermenge der OPEC-Staaten drückt die daraus resultierende Eintrübung der globalen Konjunkturaussichten die Notierungen an den Energiemärkten. Für die Verbraucher macht sich dies vor allem in sinkenden Treibstoffkosten bemerkbar. Insgesamt stand im April ein deutlicher Rückgang der HVPI-Energiepreise im Vorjahresvergleich zu Buche (Eurozone: -3,6 %; Deutschland: -5,3 %). Dies überdeckt, dass nachhaltige Fortschritte bei der Reduzierung der Dienstleistungsinflation weiter auf sich warten lassen. Der in diesem Jahr spätere Ostertermin sorgte zwar für einen temporären Rückgang im März. Die Preisaufschläge der Dienstleistungsanbieter kehrten zuletzt mit 4,0 % in der Eurozone und 4,5 % in Deutschland aber wieder auf das Niveau zurück, das in der zweiten Jahreshälfte 2024 vorherrschte. Damit bestätigt sich unsere Einschätzung vom Jahresbeginn, dass der heimische Preisdruck nur langsam nachlässt. Entscheidend für die weitere Inflationsentwicklung sind jedoch die Auswirkungen des Zollkonflikts. Bis zum „Liberation Day“ war zu vermuten, dass höhere US-Handelsschranken in der Eurozone moderat inflationserhöhend wirken dürften – mit einem schwächeren Euro als wesentlichem Treiber. Diese Erwartung hat sich jedoch nicht bestätigt. Stattdessen haben die sichtbare Unberechenbarkeit und Eskalationsbereitschaft Präsident Trumps das Vertrauen in den US-Dollar beschädigt und zu einer Aufwertung des Euro geführt.[1] Damit dürften bei Fortdauern des aktuellen Zollregimes die disinflationären Impulse des negativen Nachfrageschocks die Oberhand behalten. Wir senken daher unsere Inflationsprognosen moderat ab und rechnen für die Eurozone mit einer Inflationsrate von 2,0 % (Vorprognose: +2,2 %) und für Deutschland von 2,1 % (Vorprognose: +2,4 %) im laufenden Jahr. Im Durchschnitt des kommenden Jahres dürfte sich die Inflation in der Eurozone auf 1,9 % (Vorprognose: +2,0 %) und in Deutschland auf 2,0 % (Vorprognose: +2,2 %) noch etwas weiter reduzieren. Die Unsicherheit über Verlauf und Auswirkungen des Handelskonflikts sind weiter enorm. Vergeltungsmaßnahmen und unerwartet deutliche Störungen von Wertschöpfungsketten stellen relevante Aufwärtsrisiken für den Inflationsausblick dar.

Kasten 1: Entwicklung und Konjunktureffekte der US-Zölle

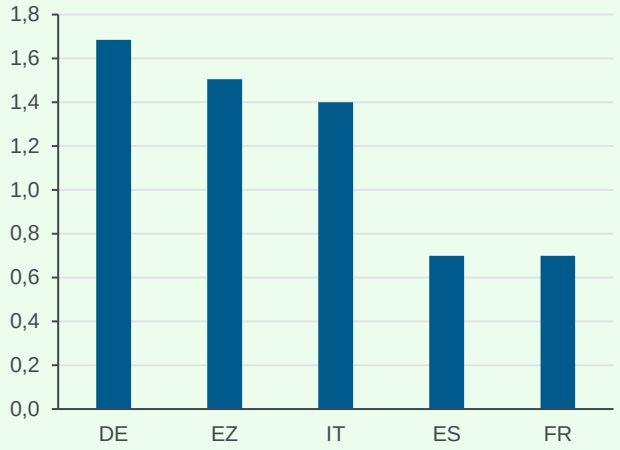
Am 2. April hat die US-Regierung eine massive Anhebung der Zölle gegen zahlreiche Handelspartner verkündet. In Abhängigkeit vom jeweiligen Defizit der USA im bilateralen Warenhandel wurden sogenannte „reziproke Zölle“ beschlossen. Importe aus der EU sollten mit einem Zoll in Höhe von 20 % besteuert werden. Infolge heftiger Marktturbulenzen wurden die „reziproken Zölle“ für die meisten Länder aber nach nur einer Woche wieder ausgesetzt. Während einer Verhandlungsfrist von 90 Tagen erheben die USA anstatt der „reziproken Zölle“ für die meisten Länder nur einen Basiszoll von 10 % neben zuvor beschlossenen sektorspezifischen Zöllen. Mit China war der Zollkonflikt dagegen bis auf ein US-Zollniveau von 145 % eskaliert, bevor am 12. Mai für den Verlauf weiterer Verhandlungen eine deutliche Reduktion der Zölle auf 30 % angekündigt wurde. Für die EU gelten derzeit neben einem Basiszoll von 10 % auf fast alle Güter konkret 25 %-Zölle auf Autos sowie auf Stahl und Aluminium. Der durchschnittliche US-Zoll gegen die EU wurde damit seit März um gut 10 Prozentpunkte angehoben. In den laufenden Verhandlungen versucht die EU, die US-Regierung zu einer Rücknahme aller Zollerhöhungen zu bewegen, und hat bisher keine Vergeltungsmaßnahmen umgesetzt. Wir nehmen für unsere Prognose an, dass die USA bei einem Basiszoll von 10 % bleiben wird, wofür auch die ersten Verhandlungsergebnisse mit anderen Ländern sprechen: So konnte selbst das Vereinigte Königreich trotz einer besseren Ausgangssituation einen Zoll von 10 % nicht wegverhandeln. Eine Wiederanhebung der US-Zölle gegen die EU auf das ursprünglich angekündigte Zollniveau von 20 % ist ein ebenfalls signifikantes Risikoszenario. Die Umsetzung und insbesondere längerfristige Beibehaltung der jüngst angedrohten Zölle in Höhe von 50 % gegen die EU

halten wir indes für weniger wahrscheinlich, da diese vor allem verhandlungstaktisch motiviert sein dürften.

Mit einem Exportanteil von rund 10 % waren die USA als Einzelland im vergangenen Jahr der wichtigste ausländische Absatzmarkt für Waren aus Deutschland. Um Vorleistungen und indirekte Handelsverflechtungen zu berücksichtigen, sollte die aus der US-Endnachfrage entstehende, inländische Wertschöpfung betrachtet werden. Hier zeigt sich, dass rund 7 % der industriellen Wertschöpfung in Deutschland vom US-Markt abhängen, was schätzungsweise 1,7 % der gesamten Bruttowertschöpfung in Deutschland entspricht. Im Euroraum sind es etwa 1½ %. Die unmittelbaren Wachstumsverluste über den Exportkanal dürften somit eher moderat ausfallen: Für das aktuell gültige Zollniveau wird etwa im globalen Handelsmodell des IfW Kiel ein kurzfristiger Rückgang des deutschen Bruttoinlandsprodukts um 0,2 % geschätzt.[2] Für den Euroraum dürfte der Verlust noch etwas kleiner ausfallen. Unter Berücksichtigung von Unsicherheits- und Zweitrundeneffekten dürften sich die Verluste durch den US-Protektionismus jedoch vergrößern.[3] Abgesehen von einem zollinduzierten Rückgang des Außenbeitrags haben wir bei der Konjunkturprognose vor allem Abschläge bei den Unternehmensinvestitionen vorgenommen. Sollten die Verhandlungen mit den USA scheitern und die US-Zölle gegen die EU daher ab Juli dauerhaft auf 20 % angehoben werden, kalkulieren wir für 2025 und 2026 mit einem jeweils um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte niedrigeren Wachstum. Im Fall einer weitgehenden Zurücknahme der US-Zölle erwarten wir das preisbereinigte BIP-Wachstum 2025 bei +0,2 %, gefolgt von +1,3 % 2026.

Wertschöpfung durch US-Güternachfrage

Anteil der Wertschöpfung der auf die Endnachfrage nach Waren in den USA zurückgeht, in Prozent der gesamten Bruttowertschöpfung; 2023



Quellen: OECD TIVA, Capital Economics.

Kasten 2: Auswirkungen der finanzpolitischen Wende

Mit den im März 2025 vollzogenen Grundgesetzänderungen wurde der fiskalpolitische Spielraum Deutschlands erheblich ausgeweitet: Insbesondere wurden die Verteidigungsausgaben unbegrenzt von der Schuldengrenze ausgenommen, soweit sie eine Höhe von 1 % des BIP übersteigen. Hinzu kommt ein über 12 Jahre gültiges 500 Mrd. EUR-Sondervermögen für Investitionen in Infrastruktur und Klimaneutralität, was bei einer gleichmäßigen Verteilung jährliche Ausgaben von knapp 1 % des BIP ermöglicht. Allein der Bund möchte hieraus laut Koalitionsvertrag in den Jahren 2025 bis 2029 Maßnahmen in Höhe von rund 150 Mrd. EUR finanzieren. Schließlich wurde den Ländern analog zum Bund ein kleiner struktureller Verschuldungsspielraum eingeräumt, sodass das gemeinsame strukturelle Defizit von Bund und Ländern nun zusätzlich zu den oben benannten Ausnahmen bei bis zu 0,7 % des BIP liegen darf. Allerdings gelten für Deutschland noch die Fiskalregeln der EU, die die deutsche Staatsverschuldung inzwischen stärker begrenzen als das reformierte Grundgesetz: Zwar werden Verteidigungsausgaben auch von den EU-Fiskalregeln durch eine Notfallklausel ausgenommen, aber nur nach einer engeren Definition, nur in Höhe von maximal 1,5 % des BIP und vorerst nur bis einschließlich 2028. Für andere Ausgaben besteht im Prinzip kein zusätzlicher Verschuldungsspielraum, da Deutschland auch ohne höhere Infrastrukturinvestitionen schon an den Grenzen der EU-Fiskalregeln kratzt.[4] Da auch von Seiten der EU und ihrer Mitgliedsstaaten ein Interesse an höheren Investitionsausgaben in Deutschland besteht und die Tragfähigkeit der deutschen Staatsverschuldung unzweifelhaft ist, dürfte letztendlich eine erhebliche Ausweitung der Neuverschuldung für Verteidigungs- und Infrastrukturinvestitionen ermöglicht werden. Wir rechnen mit einem primär investitionsgetriebenen Fiskalimpuls von knapp 1 % im Jahr 2026. [5] Die Unsicherheit hierüber ist aber noch hoch. Im laufenden Jahr dürfte aufgrund von Planungszeiten und der zunächst vorläufigen Haushaltsführung jedenfalls noch kein wesentlicher Investitionsschub erfolgen.

Ebenso unsicher wie das Ausmaß der zusätzlichen Staatsausgaben ist deren Wirkung auf das Bruttoinlandsprodukt (="Fiskalmultiplikator"). Sie hängt insbesondere davon ab, inwiefern die zusätzlichen Staatsausgaben auf freie Produktionskapazitäten stoßen.[6] Außerdem ist die Importintensität in den geförderten Bereichen relevant, die Chance auf ein Crowding-in von privaten Investitionen sowie Nachfrageeffekte entlang des Produktionsnetzwerks. Unterm Strich erscheint bei aktuell gemischten Voraussetzungen in Deutschland ein kurzfristiger Fiskalmultiplikator von etwa 1 plausibel, wobei angesichts einer großen Spanne von Multiplikatorschätzungen in der ökonomischen Literatur erhebliche Auf- und Abwärtsrisiken bestehen.[7]

---

[1] Vgl. Bales, S. und D. Schumacher (2025): Präsident Trumps Spiel mit dem Status der USA: Kurz- und langfristige Effekte der Wirtschaftspolitik, Fokus Volkswirtschaft Nr. 497, KfW Research.

[2] Vgl. US-chinesische Zollpause: Etwas Entspannung für die USA und China, geringe Effekte für die EU | Kiel Institut

[3] Vgl. Scheuermeyer et al. (2025): US-Zollpolitik: Wie verletzlich ist Deutschland? Fokus Volkswirtschaft Nr. 493, KfW Research.

[44] Vgl. Germany's fiscal rules dilemma

[5] Als Fiskalimpuls wird die Ausweitung des strukturellen Primärdefizits bezeichnet.

[6] Eine aktuelle Studie schätzt, dass kurzfristig Kapazitäten für eine Erhöhung von Infrastrukturausgaben in Höhe von etwa 0,5 % des BIP und eine Steigerung der Verteidigungsausgaben von ebenfalls etwas 0,5 % des BIP möglich sind. In besonders geforderten Teilbereichen, wie dem Tiefbau oder dem die Verteidigungsindustrie beinhaltenden „sonstigen Fahrzeugbau“ ist die Kapazitätsauslastung derzeit schon recht hoch, sodass für weitere Kapazitätssteigerungen die Verschiebung von Arbeitskräften aus nahliegenden, unterausgelasteten Branchen wie der Automobilindustrie nötig wäre: Vgl. Haben wir die Kapas? - Dezernat Zukunft

[7] Eine aktuelle Studie, die speziell auf Daten aus Deutschland basiert, kommt bei staatlichen Investitionsausgaben schon auf einen kurzfristigen Fiskalmultiplikator von 1,9: Vgl. https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.935984.de/dp2106.pdf D. h. das BIP könnte doppelt so stark angetrieben werden, wie von uns unterstellt. Allerdings ergeben einige andere Studien für den kurzfristigen Effekt von höheren Staatsausgaben nur einen Multiplikator von deutlich unter 1. Vgl. für einen recht aktuellen Literaturüberblick: https://www.iwkoeln.de/studien/martin-beznoska-bjoern-kauder-thomas-obst-investitionen-humankapital-und-wachstumswirkungen-oeffentlicher-ausgaben.html S. 15 ff. sowie: https://academic.oup.com/oep/article/67/3/553/2362401#83093432