

IKB Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

April 2025

Deutsche Konjunktur: Der Koalitionsvertrag bietet Chancen auf Wachstum, doch reicht es aus? 2

Koalitionsvertrag sollte Stimmung aufhellen • Kurzfristiger Wachstumsimpuls für 2026 ist zu erwarten • Aber Vieles bleibt vage und mit Hoffnung auf nachhaltigen Wachstumsschub • Handlungsdruck hat sich angesichts globaler Entwicklungen verschärft

EZB-Geldpolitik: Auf neutral – und noch viel weiter? 5

EZB hat im April erneut ihre Zinsen gesenkt • Wachstumsaussichten für den Euro-Raum haben sich eingetrübt • Disinflationsprozess schreitet voran • Große Unsicherheit lässt EZB datenabhängig agieren • Neutrale Zinspolitik ist jetzt angebracht

Ausblick deutsche Exporte 2025: ein Jahr wie kein anderes 7

Kurzfristige negative Folgen von Zöllen sind bekannt • Für grundlegende globale Neuordnung muss noch mehr passieren • Risiko für deutsche Exporte ergibt sich vor allem durch globale Konjunkturertrübung • 2025 werden Ausfuhren erneut schrumpfen

Fiskalische Stimulierung versus US-Außenpolitik: Welche Richtung für die EZB? 11

Viel Unsicherheit über Konjunktur- und Inflationsverlauf 2026 • Fiskalpolitik deutet perspektivisch auf Inflationsdruck hin • Notenbanken müssen vorausschauend handeln • Neutrale geldpolitische Ausrichtung der EZB ab Mitte 2025

Volkswirtschaft und Research, IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht

Chefvolkswirt

+49 211 8221 4118

Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Marvin Kötting

+49 211 8221 3079

Marvin.Koetting@ikb.de

Dr. Carolin Vogt

+49 211 8221 4492

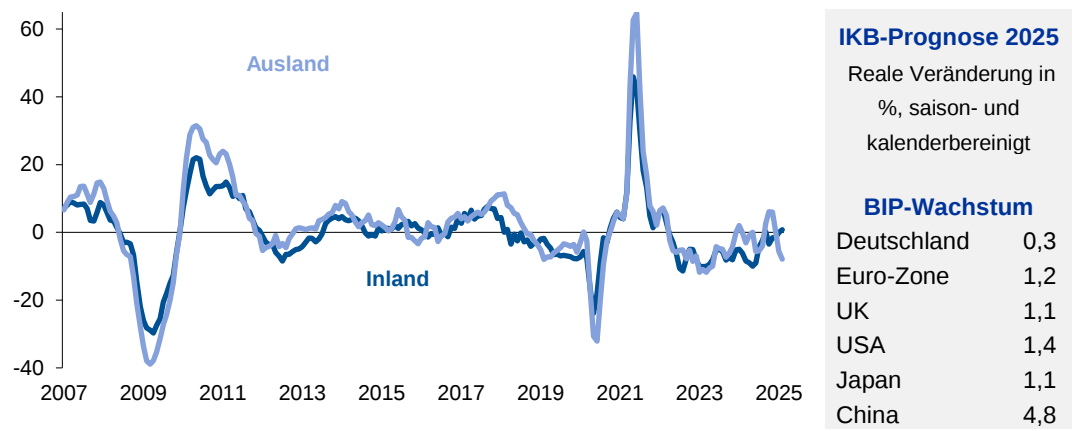
Carolin.Vogt@ikb.de



Der IKB-Podcast!
IKB am Freitagmorgen

Jetzt abonnieren unter ikb-blog.de/podcast

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes (in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt)



Quelle: Statistisches Bundesamt (IKB-Berechnung: reale gleitende 3-Monats-Zuwachsraten in %)

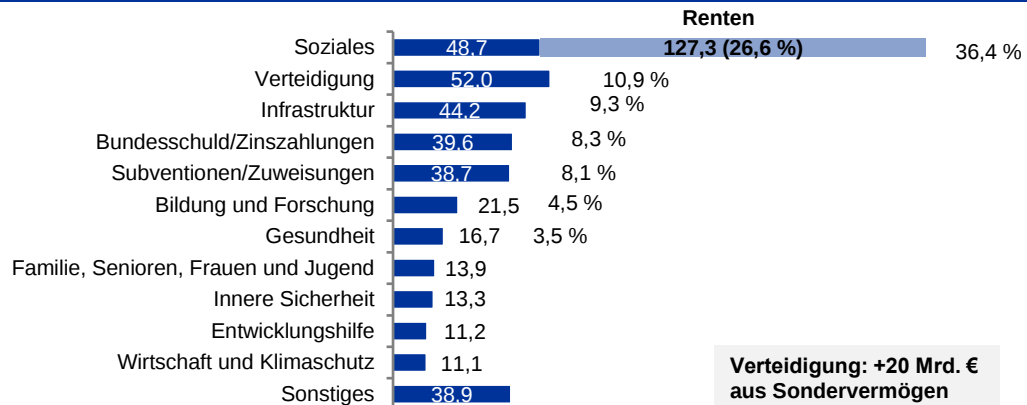
Deutsche Konjunktur: Der Koalitionsvertrag bietet Chancen auf Wachstum, doch reicht es aus?

Fazit: Der Koalitionsvertrag in Kombination mit dem Sondervermögen wird Deutschland aus der Stagnation führen. Die Nachhaltigkeit mancher Ausgaben kann zwar angezweifelt werden – auch wenn die neue Bundesregierung sehr optimistisch ist. Grundsätzlich sollten die Maßnahmen aber positiv gesehen werden. Nach einer dreijährigen Phase der wirtschaftlichen Stagnation und angesichts der zunehmenden Deindustrialisierung belastet jedes weitere Quartal des Stillstands und niedriger Investitionen das Potenzialwachstum. Zudem ist der Konjunkturausblick aufgrund globaler Unsicherheiten getrübt. Deutschland muss wieder selbstbestimmt agieren, was durch effektive Angebotsreformen erreicht wird. Von daher kann die Bedeutung des Koalitionsvertrags im Kontext der globalen Entwicklungen nicht überbetont werden – auch wenn er in vielen Aspekten vielleicht nicht weit genug geht.

Der [Koalitionsvertrag](#) greift eine Reihe von Themen auf, die in der Diskussion um den Standort Deutschland und seiner fehlenden Investitionsbereitschaft immer wieder im Fokus stehen. Hierzu zählen u. a. Maßnahmen zu Energiepreissenkungen (Senkung der Stromsteuer, Abschaffung der Gasspeicherumlage) und zum Bürokratieabbau sowie die Streichung des Lieferkettensorgfaltspflichtengesetzes. Darüber hinaus sollen gezielte Steuersenkungen Anreize für Mehrarbeit schaffen.

Sozialsysteme bleiben unangetastet

Das grundsätzliche Problem der hohen Steuerlast wird hingegen nur halbherzig angegangen, da der Staat in den kommenden Jahren auf Steuereinnahmen zur Finanzierung der Sozialsysteme angewiesen ist. Diese bleiben im Koalitionsvertrag größtenteils unberührt – sowohl im Bereich der Renten als auch im Gesundheitswesen. Es gilt die Hoffnung, dass eine wachsende Wirtschaft die Erwerbstätigenzahl erhöht bzw. ausreichende Steuereinnahmen generiert werden. So ist weiterhin von einem Staatshaushalt auszugehen, der die Priorität vor allem auf Umverteilung legt (s. folgende Abbildung). Kurzfristige Wachstumsimpulse werden hingegen vor allem aus dem Sondervermögen erzeugt.

Bundeshaushalt 2024 in Mrd. €: 476,8 Mrd. € (Anteile in %)


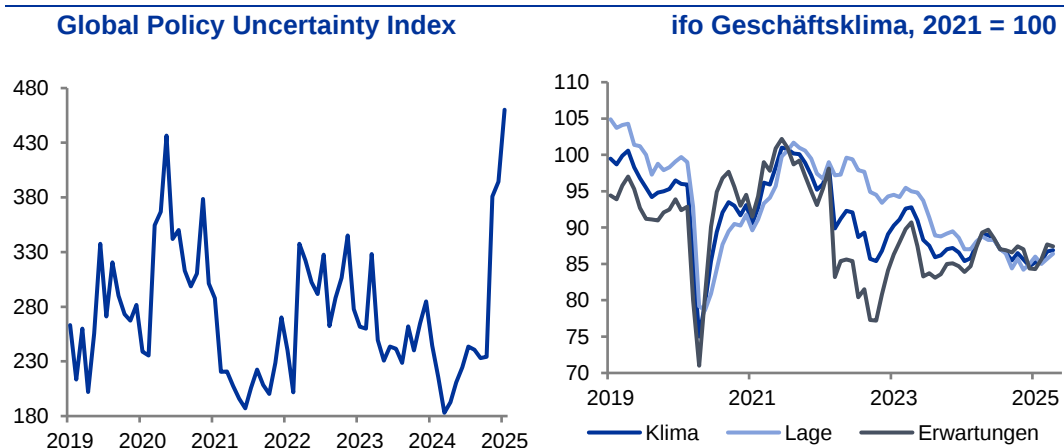
Quelle: [Bundeshaushalt - Bundeshaushalt digital](#)

Koalitionsvertrag rechnet mit deutlichen Wachstumseffekten

Eine klare Priorität gilt der Verbesserung des Potenzialwachstums auf deutlich über 1 %. Aktuell wird es auf unter 0,5 % geschätzt. Um dieses Ziel zu erreichen, muss die Investitionsquote deutlich gesteigert werden. In den kommenden Jahren könnten staatliche Investitionen – finanziert durch das Sondervermögen – diesen Prozess einleiten. Hier erhofft sich der Staat deutliche positive Effekte für den Privatsektor. So geht der Koalitionsvertrag davon aus, dass jeder Euro staatlicher Investitionen das BIP um 3 € steigern wird. Aus IKB-Sicht ist dies unrealistisch, dennoch sollte sich zumindest kurzfristig ein spürbarer Nachfrageschub durch den Staat ergeben, der bereits im Jahr 2026 das BIP-Wachstum auf über 1 % anheben sollte.

Private Investitionen: Rückenwind, aber auch Aufbruch?

Ob diese Impulse nachhaltig sein werden und ein positiver Multiplikator erreicht werden kann, hängt entscheidend von der Wirksamkeit der Angebotsreformen ab. Zwar wird eine Reihe von Reformen angestoßen, doch bleibt abzuwarten, ob diese insgesamt eine Aufbruchstimmung bei den privaten Investitionen erzeugen wird. Eines steht jedoch fest: Der Koalitionsvertrag gibt privaten Investitionen und der deutschen Wirtschaft zumindest Rückenwind. Staatliche Investitionen, Reformansätze, aber auch direkte Investitionsstützen sowie verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten und ein Investitionsfonds (staatliches Kapital und Garantien) sollten hierfür sorgen. Zudem bekommen einzelne Industrien wie u. a. die Automobilindustrie weitere Unterstützung.

Weltweite Unsicherheit und das deutsche ifo Geschäftsklima


Quelle: Bloomberg; ifo Institut

Verschärfung des Handlungsdrucks angesichts globaler Entwicklung

Nach Jahren der Stagnation und angesichts der aktuellen Entwicklungen um die US-Wirtschaftspolitik (s. [Beitrag S. 7](#)) ist eine Kombination aus staatlicher Nachfragestimulierung und Reformansätzen absolut notwendig, um die deutsche Wirtschaft wieder auf Wachstumskurs zu bringen und sie aus der aktuellen Starre zu befreien. Der Koalitionsvertrag in Kombination mit den Ausgaben, finanziert durch das Sondervermögen, wird dies ermöglichen und somit die notwendige Grundlage für einen Anstieg des Potenzialwachstums und den Erhalt des Industriestandorts schaffen. Ob dies ausreicht, hängt maßgeblich von der konsequenten Umsetzung der im Koalitionsvertrag festgelegten Ziele und Absichten ab.

Kurz gesagt

Der Koalitionsvertrag und das Sondervermögen werden ...

- für eine Stimmungsaufhellung sorgen
- deutlich höheres Wachstum infolge staatlicher Investitionen und Ausgaben im Jahr 2026 generieren
- Investitionsimpulse für den Privatsektor liefern

Der Koalitionsvertrag wird nicht ...

- das grundsätzliche Problem des Renten- und Gesundheitssystems angehen
- den Druck auf den Staatshaushalt reduzieren
- maßgeblich die Steuerlast für Unternehmen senken

Der Koalitionsvertrag hofft ...

- auf deutlich höheres Wachstum, um die Sozialsysteme finanzieren zu können
- darauf, dass 1 € staatlicher Infrastrukturausgaben zu 3 € BIP-Anstieg führen wird
- auf eine Steigerung des Potenzialwachstums von aktuell unter 0,5 % auf über 1 %

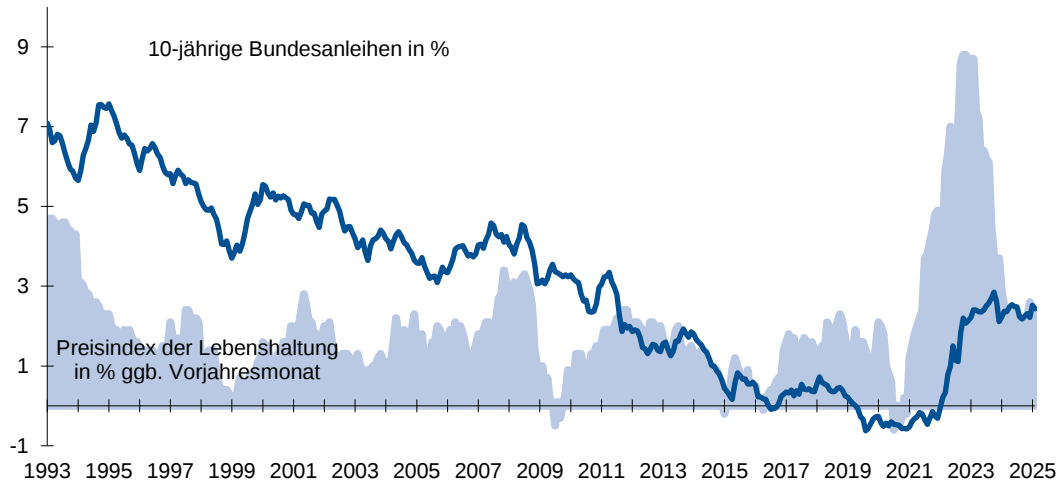
Investitionen werden gefördert durch ...

- Nachfragestimulierung infolge staatlicher Ausgaben, finanziert durch das Sondervermögen, und höherer Verteidigungsausgaben
- degressive Abschreibung auf Ausrüstungsinvestitionen von 30 % für 2025, 2026 und 2027
- Investitionsfonds: Staatliche Bereitstellung von Kapital und Garantien
- Reform zur Beschleunigung des Bauens
- Technologieoffenheit
- Wachstums- und Innovationskapital (WIN-Initiative): Investitionen sollen laut Koalitionsvertrag auf über 35 Mrd. € ansteigen
- Senkung von Eigenkapitalanforderungen für Wagniskapital und Infrastrukturprojekte (Versicherungen)
- mittelfristige Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit des Standorts

Industrien werden gefördert durch ...

- pragmatische Energiepolitik
- Investitionsanreize (Abschreibungsmöglichkeiten)
- gezielte Industrieförderung
 - ⇒ Stahlindustrie: Nutzung von CCS-technologie
 - ⇒ Chemie: Erarbeiten einer Chemieagenda 2045
 - ⇒ Automotive: Kaufanreize für E-Mobilität
 - ⇒ Bausektor: Hohe Staatsausgaben (Infrastruktur); Reform zur Beschleunigung des Bauens
 - ⇒ Energie: Anreize für 20 Gaskraftwerke

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



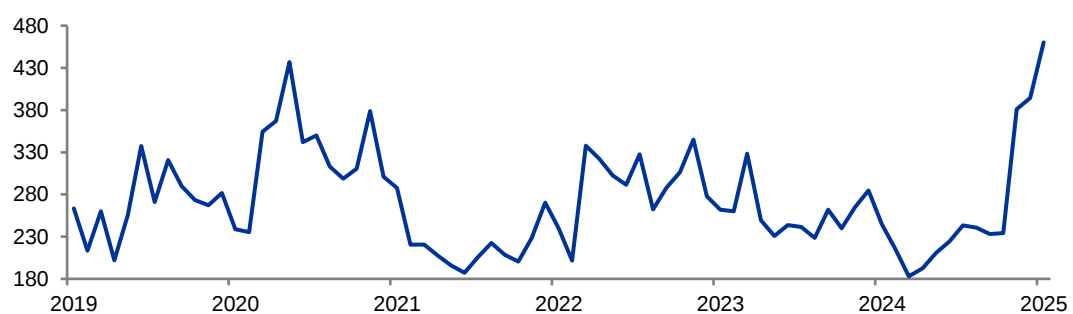
Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

EZB-Geldpolitik: Auf neutral – und noch viel weiter?

Fazit: Die EZB hat, wie erwartet, ihre Leitzinsen um 25 bp gesenkt. Die IKB geht mindestens von einer weiteren Zinssenkung der EZB im Juni auf ein neutrales Niveau des Einlagenzinssatzes von 2 % aus. Angesichts der vielfältigen Unsicherheiten bzw. Konjunkturrisiken mag sogar ein Niveau von 1,75 % angemessen sein, bevor die Europäische Notenbank eine Pause einlegt. Allerdings bestehen für das nächste Jahr nicht nur Wachstumsrisiken, sondern auch mögliche Inflationsschübe bzw. ein erhöhtes Stagflationsrisiko.

Selten war die mittelfristige Prognose für den Zinsausblick so unsicher wie derzeit. Die US-Außenpolitik hat für erhöhte Volatilität an den Börsen gesorgt. Die Sorge vor einer globalen Rezession und verschärfte Handelskonflikte belastet den Ausblick – nicht nur zwischen den USA und wichtigen Handelspartnern wie China und der EU, sondern auch zwischen der EU und China. Ohne Zweifel werden die US-Zollanhebungen in den USA für Inflationsdruck sorgen, während sich im Umfeld einer globalen Abkühlung Deflationsrisiken für die Euro-Zone ergeben. Auch die erheblichen Überkapazitäten in China dürften weltweit die Preise drücken. Der Handelskonflikt hat das globale Wachstumsrisiko erhöht. Gleichzeitig dürfte die europäische Binnennachfrage von der fiskalischen Stimulierung und höherer Verteidigungsausgaben profitieren. Dies wird zwar erst 2026 relevant, doch die EZB muss sich aufgrund des langen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik bereits ab Mitte 2025 Gedanken über die Inflations- und Wachstumsentwicklung im Jahr 2026 machen.

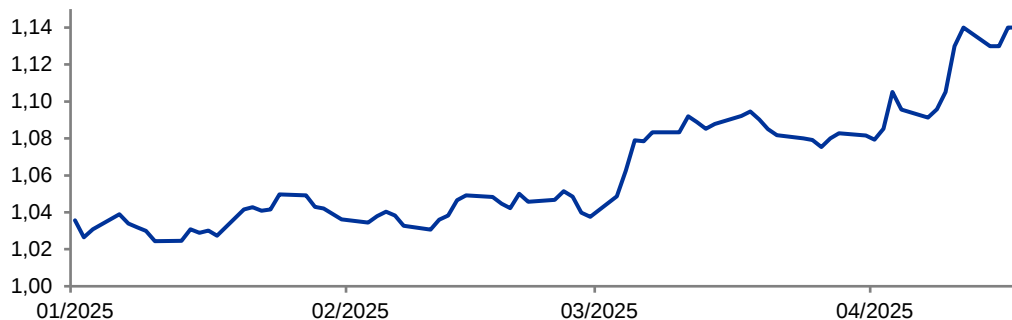
Global Uncertainty Index



Quelle: [Economic Policy Uncertainty Index](#)

Kurzfristig hat die EZB Spielraum für weitere Zinssenkungen, denn das geldpolitisch neutrale Zinsniveau ist noch nicht erreicht. Die hohe Unsicherheit über den Verlauf wichtiger Indikatoren 2026 erfordert jedoch eine neutrale Ausrichtung. Die Notenbank muss eher reaktiv als proaktiv handeln, um nicht selbst zu einem Unsicherheitsfaktor zu werden. Zwar muss eine Notenbank immer ihre Entscheidungen auf Grundlage von Prognosen treffen, doch wenn diese von hoher Unsicherheit geprägt sind, darf sie sich weder zu stark noch zu schwach gegen den Wind lehnen. Für diese „wait and see“- oder datengetriebene Politik, wie sie von der EZB immer wieder betont wird, ist aktuell nur ein neutrales Zinsniveau angemessen, da sowohl Inflations- als auch Wachstumsrisiken für erhebliche Unsicherheit sorgt.

Euro-Dollar-Wechselkurs, 1 Euro = ... US-Dollar



Quelle: Bloomberg

Inflationsrisiken ergeben sich zum einen aus der erwarteten fiskalischen Stimulierung in der EU. Zum anderen könnten Zollerhebungen aufgrund von Gegenreaktionen der EU für Preisschocks sorgen, was im Umfeld eines erneut steigenden Geldmengenwachstums das Stagflationsrisiko erhöht. Die EZB betonte jedoch bereits im März, dass sie vor allem Wachstumsrisiken sieht. Dies war zwar vor den Ankündigungen eines Sondervermögens in Deutschland, aber angesichts der Gefahren potenzieller Handelskonflikte ist diese Sicht immer noch angebracht. Insgesamt haben sich die Wachstumsrisiken für dieses Jahr weiter erhöht. Daher ist die EZB gut beraten, die Zinsen weiter zu senken.

Auch hat die Euro-Aufwertung die geldpolitische Ausrichtung restriktiver gemacht. Diese Aufwertung, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, könnte angesichts der US-Konjunkturuntrübung und erwarteter Fed-Zinssenkungen in der zweiten Hälfte von 2025 anhalten. Angesichts der aktuellen Unsicherheiten könnte sogar ein Schritt unter das neutrale Niveau angebracht sein. Wie lange die EZB dann pausieren wird, bleibt abzuwarten. Entscheidend ist jedoch, dass sie heute die Zinsen um 25 bp gesenkt hat und diesen Schritt auch mindestens noch einmal wiederholen sollte.

Ausblick deutsche Exporte 2025: ein Jahr wie kein anderes

Fazit: Der aktuelle Zollaufschub von Donald Trump beruhigte vorerst die Märkte, aber die Drohung und die Verunsicherung bleiben. Das Ende der globalen Handelsordnung gilt nach wie vor als Risiko, und die weitere Entwicklung wird nicht nur von der erratischen US-Politik, sondern maßgeblich von den Reaktionen großer Volkswirtschaften wie China und der EU abhängen. Zölle allein belasten die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporte, die direkten Effekte sind aber das kleinere „Übel“. Ein erhebliches Risiko ergibt sich dagegen durch die immer wahrscheinlichere globale Rezession. Ohne Zweifel werden die deutschen Exporte 2025 deutlich zurückgehen, und die Deindustrialisierung wird weiter voranschreiten. Noch nie war der Handlungsdruck für eine Investitionsoffensive so hoch.

Kurzfristige Folgen der US-Zölle sind eindeutig, ...

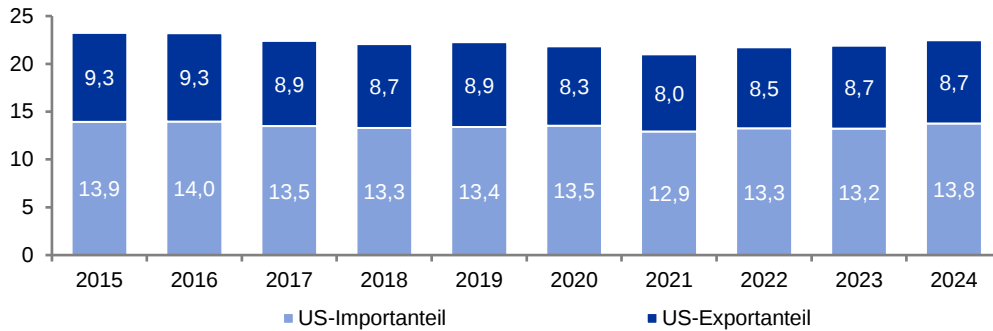
Die grundsätzlichen Folgen von Zöllen sind bekannt und werden vor allem den US-Konsumenten treffen: steigende Inflation, sinkendes Realeinkommen und damit zunehmendes Rezessionsrisiko in den USA. Für die übrige Welt und insbesondere für die Euro-Zone und China bedeuten die US-Zölle hingegen Deflationsdruck aufgrund der sinkenden Exportnachfrage. Das weltwirtschaftliche Wachstum wird also von einer breiten Konjunkturertrübung belastet.

Langfristig wird die Angebotsseite der Weltwirtschaft durch eine Abnahme des globalen Produktivitätswachstums beeinträchtigt. Volkswirtschaften schotten sich hinter Zollmauern ab, was zu Fehlallokationen und Ineffizienzen führt. Die Folgen sind ein geringeres globales Potenzialwachstum und damit ein höherer Gleichgewichtszinssatz vor allem in den USA, um den Inflationsdruck im Zaum zu halten. Zudem könnte es in den USA angesichts der enormen Unsicherheiten und sporadischen wirtschaftspolitischen Entscheidungen zu einer kurzfristigen Investitionszurückhaltung kommen – das beträfe lokales sowie globales Kapital.

... doch für eine fundamentale globale Neuordnungen muss mehr passieren

Die Reaktion der Aktienmärkte verdeutlicht die zunehmende Risikoaversion der Investoren angesichts hoher Unsicherheiten. Nur so ist die Achterbahnfahrt der Börsen zu erklären. Es geht dabei nicht nur um kurzfristige Anpassungen der Gewinnerwartungen, sondern auch um eine grundsätzliche Neubewertung langfristiger Wachstumsperspektiven und globaler Risiken. Die Börsen erwarten von den Zollankündigungen anhaltend negative Effekte auf das Weltwachstum. Auch wird bereits das Ende der Ära des Freihandels ausgerufen. Ob dies tatsächlich eintritt, hängt maßgeblich von den Reaktionen der anderen Länder insbesondere der Handelspartner auf die US-Politik ab. Aktuell entfallen 13 % des Welthandels auf US-Importe. Bleibt es bei US-Zöllen ohne Gegenmaßnahmen kann deshalb nicht von einem globalen Protektionismus gesprochen werden. Reagieren die Handelspartner mit Gegenzöllen, sind auch US-Exporte betroffen, die rd. 20 % des Welthandels ausmachen. Selbst dies ist im Kontext der Sorge um eine neue Welthandelsordnung eine eher überschaubare Größe.

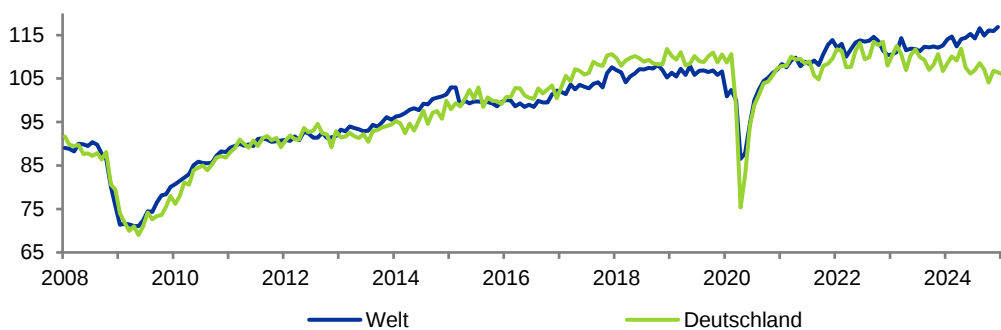
Sollte jedoch China nicht nur mit Zollerhebungen auf US-Güter, sondern auch mit verstärktem Dumping in Drittmärkten wie der EU reagieren, wird dies zu weiteren Verstärkungen führen und den Welthandel durch Handelsbarrieren außerhalb der USA belasten. Ob dies den Beginn einer neuen Ära des globalen Protektionismus und damit eines niedrigen globalen Potenzialwachstums sowie einer höheren Inflation markiert, hängt maßgeblich an den zukünftigen Beziehungen der Länder untereinander. Leider hat China im Gegensatz zur EU den Weg der Konfrontation mit den USA gewählt und Gegenmaßnahmen anstelle von Verhandlungen angekündigt.

Abb. 1: US-Exporte und -Importe, jeweils in % der globalen Exporte

Quelle: EIU

Exportausblick 2025: Hohes Risiko vor allem durch globale Konjunkturertrübung

Ein früherer Beitrag der IKB zeigt, dass sich die negativen Folgen für Deutschland durch die US-Zollpolitik vor allem aus den Implikationen des globalen Wirtschaftswachstums ergeben (s. [Zukunft des deutschen Exportmodells: Wen interessieren Zölle?](#)). Die Zollanhebung allein wird die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exporte zwar belasten. Dieser Einfluss ist jedoch überschaubar – vor allem langfristig und im Umfeld eines wettbewerbsfähigen Standorts. Auch hat der Devisenkurs jahrelang den deutschen Exporten deutliche preisliche Wettbewerbsvorteile durch eine anhaltende Euro-Abwertung beschert.

Abb. 2: Reale Exporte, 2021 = 100

Quellen: CPB, Deutsche Bundesbank

IKB-Schätzungen zeigen, dass die deutschen Exporte immer weniger von globalem Wachstum profitieren. Hat ein Prozentpunkt globales Wachstum früher zu einem Anstieg der deutschen Ausfuhren um rund vier Prozentpunkte geführt, reduzierte sich dies auf zwei Prozentpunkte in den letzten Jahren. Deutsche Unternehmen haben ihre Standorte global aufgestellt und bedienen ihre globale Nachfrage zunehmend aus internationaler Produktion. So hat sich die Abhängigkeit deutscher Exporte vom globalen Wachstum reduziert, allerdings aus den falschen Gründen: Im Fokus stand eine Investitionsverlagerung ins Ausland und keine Produktivitätssteigerungen und damit Angebotsausweitungen am deutschen Standort. **Was heißt dies nun alles im Umfeld der erratischen US-Politik für den Exportausblick 2025?**

Exporte werden auch im Jahr 2025 schrumpfen

Jüngste Befürchtungen deuten auf einen Rückgang des globalen BIP-Wachstums um bis zu einem Prozentpunkt hin, der einer Weltrezession gleichkäme. Gleichzeitig würden die effektiven Zölle um 15 Prozentpunkte steigen. Mit einem Exportanteil in die USA von 10 % entspricht dies einem preislichen Wettbewerbsverlust der gesamten deutschen Exporte von 1,5 Prozentpunkten. Folgende Szenarien wurden bewertet:

- **Ursprungsszenario:** Die Weltwirtschaft wächst im Jahr 2025 um 2,5 %. Es werden keine Veränderung im preislichen Wettbewerb durch Zölle oder Devisenkursveränderungen angenommen.
- **Szenario 1:** Es wird nur der Zolleinfluss durch eine Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses von 1,5 % angenommen, was als konservativ einzuschätzen ist. Denn die Zölle werden die US-Inflation erhöhen und die preislichen Wettbewerbsverluste deutscher Exporte teilweise neutralisieren.
- **Szenario 2:** Zusätzlich zum Zolleinfluss wird ein Rückgang des Weltwachstums um einen Prozentpunkt angenommen, was eine Weltrezession widerspiegelt.

Tabelle 1: Effekte auf deutsche Exporte

in %	Ursprungsszenario	Szenario 1	Szenario 2
Globales Wirtschaftswachstum	2,5	2,5	1,5
REEX/preislicher Wettbewerbsverlust	0,0	1,5	1,5
Exportwachstum, Modellschätzung	0,4	-0,0	-2,0
China-Effekt, Abwanderung, in %-Pkt.	-0,7	-0,8	-1,2
Exportwachstum 2025	-0,3	-0,8	-3,2

Quelle: IKB

Der preisliche Wettbewerbsverlust wird sich relativieren, da Zölle nicht jedes Jahr angehoben werden. Auch sollte sich das globale Wachstum wieder etwas erholen, wodurch der langfristige Einfluss geringer ausfällt. Zudem überschätzt das Modell für die letzten Jahren konstant das Exportwachstum um rund 0,7 Prozentpunkte pro Jahr. Dies kann u. a. durch Marktpenetration chinesischer Anbieter oder eine beschleunigte Abwanderung bzw. Angebotsreduktion am Standort Deutschland erklärt werden. Also: Selbst bei unverändertem Weltwachstum steht das deutsche Exportwachstum aufgrund der chinesischen Exportpolitik oder einer beschleunigten Abwanderung unter Druck. Diese 0,7 Prozentpunkte könnten sich im Falle einer Weltrezession, fehlender lokaler Reformen und einer aggressiven chinesischen Exportpolitik weiter erhöhen.

Deutschland hat es in der Hand

In Deutschland ist kurzfristig keine Stimmungsaufhellung zu erwarten, wie es das ifo Geschäftsklima jüngst angedeutet hat. Investitionsvorhaben werden infolge von hoher Unsicherheit und weiterhin mauer Konjunkturerwartungen verschoben. Denn selbst bei moderateren Zöllen hat sich der grundsätzliche Ausblick eingetrübt, und die Exporte werden im Jahr 2025 erneut zurückgehen.

Entscheidend ist, dass die Angebotsseite der deutschen Wirtschaft auf die globalen Unsicherheiten und möglichen preislichen Wettbewerbsverluste reagiert. Im Fokus stehen die bekannten Herausforderungen wie hohe Lohnkosten, zunehmende Steuerlast und Planungsunsicherheit. Es ist mehr denn je an der Zeit, die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts zu verbessern, um der Fremdbestimmung durch die globale Nachfrageabhängigkeit und den preislichen Wettbewerbsverlust durch Zölle zu trotzen. Aktuell besteht die Gefahr, dass die Angebots- und Nachfrageseite der deutschen Wirtschaft die Deindustrialisierung auch in diesem Jahr vorantreiben könnte.

Ohne Zweifel belastet der globale Ausblick die deutsche Industrie. Ohne Angebotsreformen ist deshalb mit weiteren Abwanderungen von Kapazitäten und Investitionen zu rechnen.

**Tabelle 2: Deutsche Industriebranchen – Umsatzanteile,
in % des deutschen Gesamtumsatzes, 2024**

	Inland	Exporte	Exporte Euro-Zone	Exporte USA	Exporte China	Exporte Übrige
Pharma ¹⁾	37,1	62,9	18,3	15,1	2,3	27,2
Sonstige Fahrzeuge	37,3	62,7	16,8	11,0	3,3	31,7
Automotive	30,5	69,5	18,6	9,2	5,4	36,3
Maschinen	34,4	65,6	17,2	8,7	5,6	34,1
EDV-Geräte	31,1	68,9	20,1	6,9	7,0	35,0
Elektrische Ausrüstungen	51,8	48,2	13,0	4,8	5,5	24,9
Chemische Erzeugnisse	36,6	63,4	23,6	4,7	3,0	32,1
Metalle	52,2	47,8	16,4	3,0	0,9	27,4
Metallerzeugnisse	63,0	37,0	12,6	3,0	1,9	19,5
Textilien	47,9	52,1	17,6	2,9	1,2	30,4
Gummi- und Kunststoff	55,9	44,1	16,2	2,7	1,9	23,4
Holzwaren ohne Möbel	72,8	27,2	11,7	2,6	0,6	12,2
Glas und Keramik	68,1	31,9	12,7	2,2	1,3	15,6
Papier, Pappe	56,7	43,3	18,7	1,7	0,6	22,2
Leder, Lederwaren	73,1	26,9	11,0	1,4	0,2	14,3
Möbel	66,8	33,2	16,6	1,1	0,5	15,0
Getränke	85,5	14,5	6,3	0,7	0,4	7,2
Nahrungs- und Futtermittel	74,7	25,3	13,2	0,6	0,4	11,2

Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Berechnung

1) keine US-Zölle geplant

Fiskalische Stimulierung versus US-Außenpolitik: Welche Richtung für die EZB?

Fazit: Zwar belastet die US-Außenpolitik den Exportausblick für die Euro-Zone. Eine deutliche fiskalische Stimulierung wird jedoch ab 2026 die Nachfrage stärken, während die Geldmenge einen erhöhten Inflationsdruck im Jahr 2026 andeuten könnte. Die IKB erwartet einen EZB-Einlagenzins von 2 % bis Mitte 2025. Wie lange er da verweilen wird, bleibt angesichts der aktuellen Unsicherheiten abzuwarten. Argumente – selbst für höhere Zinsen 2026 und 2027 – sind ebenfalls zu finden.

Inflationsziel grundsätzlich erreicht ...

Die Inflationsraten im März sind erneut gesunken und lagen unter den erwarteten Werten. Für die Euro-Zone und Deutschland sind die Raten auf 2,2 % gefallen. Somit bleibt es plausibel, dass im weiteren Verlauf von 2025 monatliche Inflationszahlen von unter 2 % möglich sind. Und auch die Kerninflationsrate ist im März zurückgegangen: sie lag bei 2,4 % für die Euro-Zone und bei 2,5 % für Deutschland. **Ohne Zweifel ist für 2025 von einer Inflationsrate, die konsistent zum 2 %-Inflationsziel ausfällt, auszugehen.**

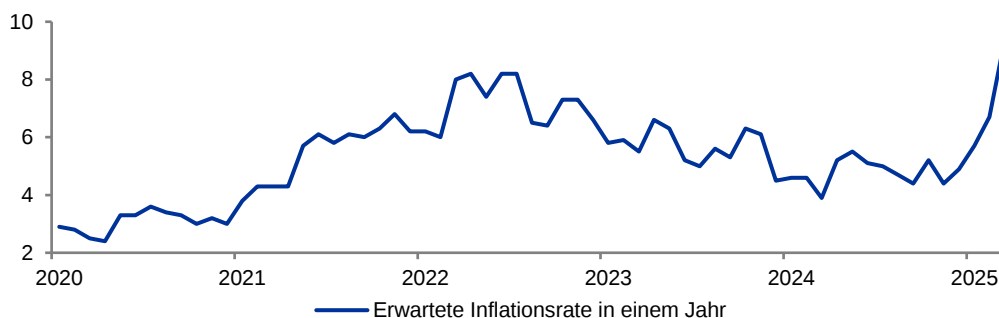
... doch eine Notenbank muss vorausschauend sein

Ein Zug sollte nicht erst im Bahnhof bremsen, sondern bereits früher. Ähnliches gilt für die Geldpolitik: Sie muss vorausschauend handeln – insbesondere wegen des langen Transmissionsmechanismus, der nach Schätzungen zwei bis vier Quartale andauern kann. Die Frage für die Geldpolitik ist also weniger, wo die aktuelle Inflation liegt, da sie den Preisverlauf der letzten 12 Monate spiegelt. **Entscheidend ist vor allem die zukünftige Entwicklung. Also ab Mitte 2025 wird es für die EZB wichtig sein, wie sich die Inflationsdynamik vor allem im Verlauf von 2026 entwickeln könnte.**

Unsicherheit über Konjunkturverlauf und Inflationsdruck im Jahr 2026

Erhebliche Unsicherheit besteht über den Konjunkturverlauf. Noch betont selbst die EZB ein nach unten gerichtetes Konjunkturrisiko, was für weitere Zinsschritte unter das neutrale Niveau von 2 % hindeutet. Dies gilt vor allem aufgrund der US-Außenpolitik. Während diese in den USA für eskalierende Inflationserwartungen sorgt, sollten die Implikationen für die Euro-Zone eher deflationär sein. Schließlich verzeichnet die Euro-Zone einen Handelsbilanzüberschuss, und die globale Nachfrage ist ein wichtiger Impuls für ihre konjunkturelle Erholung.

Abb. 1: USA – Inflationserwartungen in einem Jahr, in %



Quelle: Bloomberg

Doch gerade die globale Konjunktur wird durch die US-Außenpolitik belastet – nicht zuletzt aufgrund des schwächeren US-Wachstums. Allerdings deuten Schätzungen auf einen überschaubaren Einfluss auf das deutsche BIP-Wachstum hin. Dies gilt vor allem vor dem

Hintergrund der angekündigten fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen. **So dürfte die deutsche Exportnachfrage 2025 und 2026 insbesondere aufgrund des niedrigen globalen Wachstums weiter unter Druck bleiben (s. [Zukunft des deutschen Exportmodells: Wen interessieren Zölle?](#)). Die Binnennachfrage wird allerdings vom Staat deutlich stimuliert werden.**

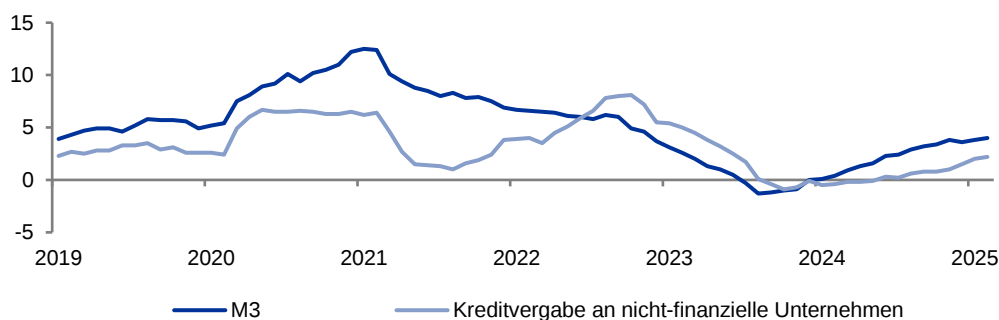
Fiskalpolitik deutet perspektivisch auf Inflationsdruck hin ...

Europa braucht in erster Linie eine Investitionsoffensive (siehe [Draghi-Report](#)), die das Potenzialwachstum bzw. die Produktivität steigert und damit Preisdruck reduziert. Europa geht jedoch einen anderen Weg. Höhere Staatsausgaben sorgen in erster Linie nicht für höhere Produktivität, sondern vor allem für eine höhere Nachfrage. Infolge und trotz der globalen Konjunkturrisiken wurden die BIP-Prognosen deutlich nach oben revidiert. Laut Bloomberg-Konsens wird für die Euro-Zone nun ein Wachstum von 1,3 % im Jahr 2026 erwartet. Bei einem geschätzten Potenzialwachstum der Euro-Zone, das zwischen 1 % und 1,5 % liegt, signalisiert dies ein erhöhtes Inflationsrisiko. So mag zwar die Exportnachfrage durch die US-Außenpolitik belastet werden, die Binnennachfrage erhält aber Impulse und stärkt damit die Konjunktur spürbar. Doch der Inflationsdruck sollte nicht überbetont werden, da mit einem spürbaren Anstieg der Importe zu rechnen ist. **Dennoch muss ohne eine Ausweitung des Angebots die Nachfrageseite zunehmend im Fokus der Geldpolitik stehen.** So scheint angesichts einer expansiven Fiskalpolitik kaum Raum für eine zusätzlich expansive Geldpolitik zu bestehen.

... ebenso wie die Geldmengenentwicklung

Grundsätzlich besteht erhebliche Unsicherheit. Die Kreditvergabe und Geldmenge im Euro-Raum zeigen jedoch eine klare Wende. Und auch wenn die aktuellen Wachstumsraten noch eher überschaubar sind und bisher kein überschüssiges Wachstum andeuten, gilt hier ebenfalls die Frage, **wie das Geldmengenwachstum im Jahr 2026 verlaufen wird, und ob eine monetäre Stimulation dann noch notwendig ist.**

Abb. 2: Euro-Zone – Geldmenge M3 und Kreditvergabe an Unternehmen, Veränderungen in % zum Vorjahresmonat



Quelle: Bloomberg

Auch wenn es keine direkte Verbindung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation gibt, bestätigt Abb. 2 dennoch die Einschätzung, dass der Raum für eine expansive Geldpolitik im Jahr 2026 eher überschaubar bzw. unnötig ist. Schließlich ist die effektive monetäre Ausrichtung gemessen am Geldmengenwachstum bereits zunehmend expansiv.

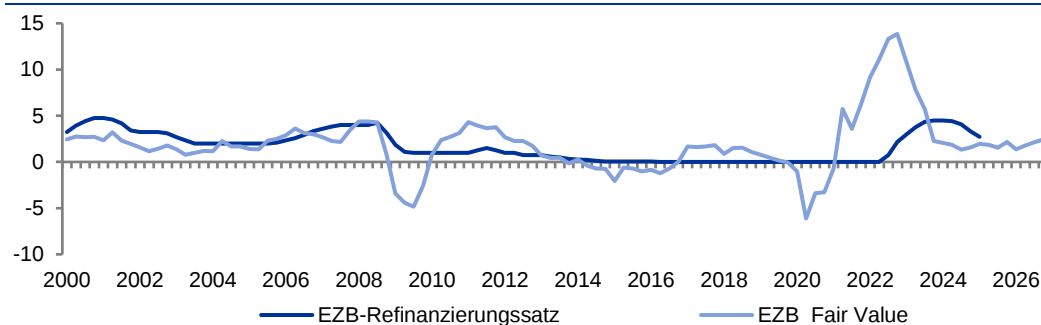
Neutrale geldpolitische Ausrichtung ab Mitte 2025

Die aktuellen Zahlen stärken die Erwartung weiterer Zinssenkungen der EZB, da **das aktuelle Niveau des EZB-Einlagenzinses auf eine eher restriktive Geldpolitik hindeutet.** Bei einer Inflation von 2 % und einem BIP-Wachstum unter Potenzial ist eine expansive Ausrichtung nicht gerechtfertigt.

Weitere Zinssenkungen auf 2 % bis Mitte 2025 werden die Inflationsentwicklung in diesem Jahr kaum beeinflussen. Die Motivation ist, die Geldpolitik neutral auszurichten. Damit würde die EZB den erheblichen Unsicherheiten und Risiken für den Ausblick 2026 und 2027 gerecht werden. **Eine Notenbank sollte in unsicheren Zeiten eher eine neutrale Ausrichtung verfolgen, um das Risiko einer Destabilisierung durch die Geldpolitik zu reduzieren.** Auch wenn sich Notenbanken oft und auch trotz des langen Transmissionsmechanismus gegen den Wind stellen, müssen sie gerade in unsicheren Zeiten einen Anker der Stabilität darstellen. Dies bezieht sich nicht nur auf die Inflationsentwicklung, sondern auch auf Zinsänderungen.

Der neutrale Zinssatz liegt nach EZB-Schätzung aktuell real bei 0,0 % bzw. nominal bei 2 %. Abb. 3 zeigt auf dieser Basis den mit der Taylor-Regel und IKB-Prognosen für Inflation sowie BIP-Wachstum berechneten EZB-Zinssatz. **Dieser fluktuiert 2025 und 2026 um die 2 %.** Im IKB-Basisszenario würde sich also kein Raum für EZB-Zinssenkungen unter das neutrale Niveau ergeben. Sicherlich besteht viel Unsicherheit über den Inflations- und vor allem Wachstumsverlauf. Auch mag der Zinssatz vor allem in Krisenzeiten von den geschätzten Werten deutlich abweichen ebenso wie sich die Schätzung für den neutralen Zinssatz anpasst. Gerade dieser sollte sich in den kommenden Jahren jedoch weiter nach oben bewegen (siehe [Veränderte Megatrends und US-Außenpolitik – vieles spricht für höhere Zinsen](#)).

Abb. 3: Taylor-Regel – EZB-Leitzins in %



Quelle: Bloomberg

Einschätzung und Zinsausblick

Die IKB erwartet zwei weitere EZB-Zinssenkungen um 25 bp bis Mitte 2025 und danach angesichts vieler Unsicherheiten eine Pause. Bewahrheiten sich die Inflationsrisiken aufgrund der expansiven Fiskalpolitik, besteht Auftriebspotenzial für die Zinsen ab der zweiten Hälfte 2026. Unterstützt wird diese Einschätzung von der Gefahr eines ansteigenden neutralen Gleichgewichtszinssatzes.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

	2023	2024	2025P	2026P
Deutschland	-0,1%	-0,2%	0,3%	1,7%
Euro-Zone	1,0%	0,8%	1,2%	2,2%
UK	0,4%	1,1%	1,1%	2,1%
USA	2,9%	2,8%	1,4%	1,6%
Japan	1,5%	0,1%	1,1%	0,8%
China	5,4%	5,0%	4,8%	4,5%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

	2023	2024	2025P	2026P
Deutschland	6,0%	2,3%	2,0%	2,3%
Euro-Zone	5,5%	2,4%	1,9%	2,3%
UK	7,4%	2,5%	2,4%	2,0%
USA	4,1%	3,0%	3,0%	2,5%
Japan	3,3%	2,7%	2,1%	1,8%
China	0,2%	0,2%	1,0%	1,3%

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %

	24. Apr	Mitte 2025	Ende 2025
3M-Euribor	2,3	2,1	2,1
3M-USD-Libor	4,2	3,8	3,6
10-Jahre Bund	2,5	2,2	2,4
10-Jahre U.S. Treasury	4,4	3,8	3,8

Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...

	24. Apr	Mitte 2025	Ende 2025
EUR/USD	1,14	1,1	1,15
EUR/GBP	0,86	0,85	0,86
EUR/JPY	162	158	155
EUR/CHF	0,94	0,94	0,95
EUR/HUF	408	410	415
EUR/CZK	25,0	25,2	25,5
EUR/TRY	43,7	41	42,8
EUR/PLN	4,28	4,25	4,35
EUR/RUB	94,5	100	115
EUR/MXN	22,3	22,7	22,5
EUR/ZAR	21,2	20,5	21
EUR/CNY	8,30	8,0	7,8
EUR/CAD	1,58	1,55	1,5
EUR/AUD	1,78	1,75	1,68

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) Bloomberg; EZB; FRED und IKB-Prognosen

Disclaimer

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkies-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

24.04.2025
Herausgeber:
Rechtsform:
Sitz:
Handelsregister:
Vorsitzender des Aufsichtsrats:
Vorsitzender des Vorstands:
Vorstand:

IKB Deutsche Industriebank AG
Aktiengesellschaft
Düsseldorf
Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Dr. Karl-Gerhard Eick
Dr. Michael H. Wiedmann
Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise