ECONSTOR
*Make Your Publications Visible.*

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Drygalla, Andrej; Holtemöller, Oliver; Lindner, Axel

**Research Report**

# Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Szenarien für die Jahre 2025 bis 2030

IWH Studies, No. 2/2026

**Provided in Cooperation with:**
Halle Institute for Economic Research (IWH) – Member of the Leibniz Association

*Suggested Citation:* Drygalla, Andrej; Holtemöller, Oliver; Lindner, Axel (2026) : Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Szenarien für die Jahre 2025 bis 2030, IWH Studies, No. 2/2026, Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH), Halle (Saale), https://doi.org/10.18717/ss6b9-b354

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/344503

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

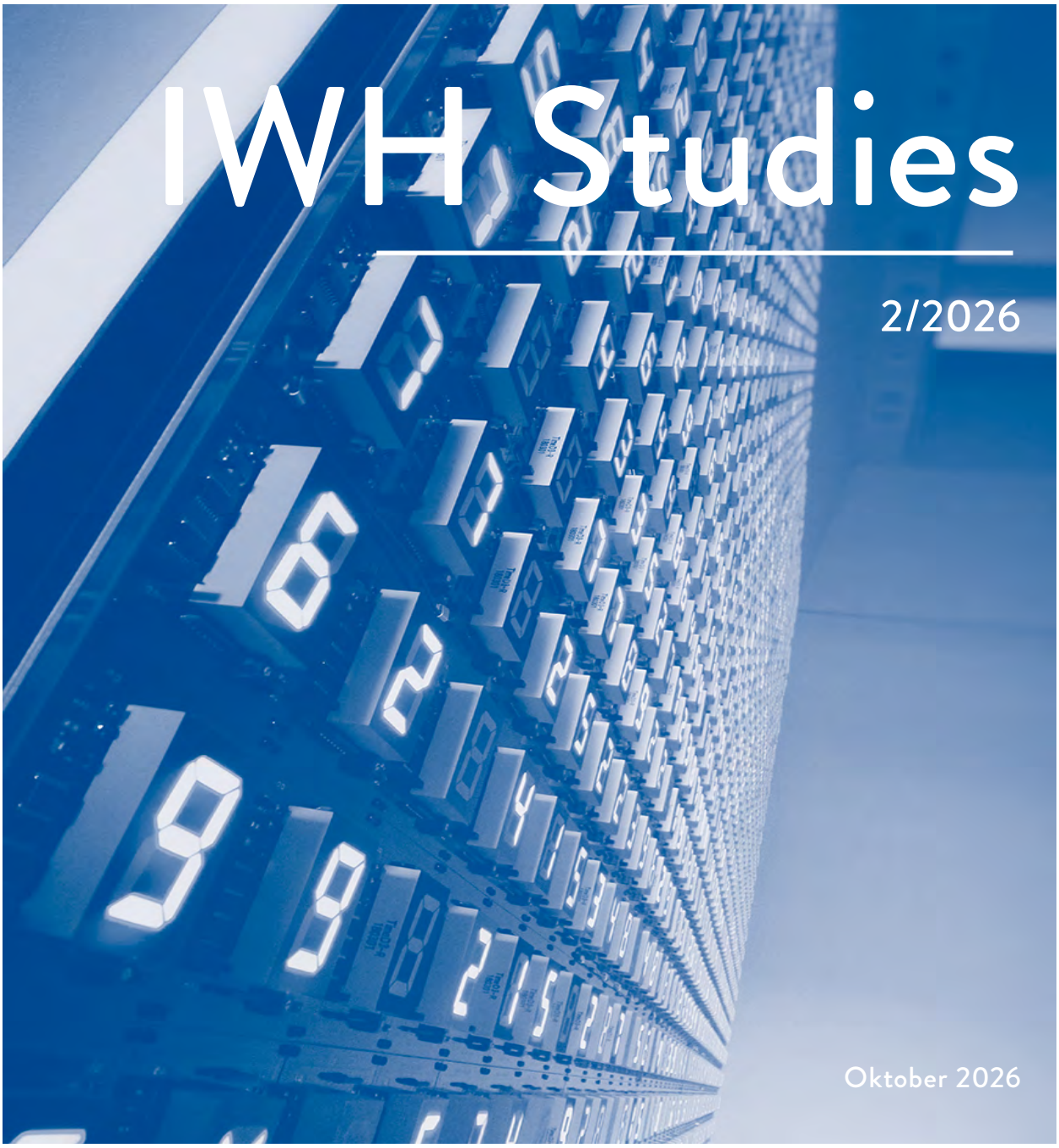
*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

IWH
Leibniz-Institut für
Wirtschaftsforschung Halle




# Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Szenarien für die Jahre 2025 bis 2030

Andrej Drygalla, Oliver Holtemöller, Axel Lindner

https://doi.org/10.18717/ss6b9-b354

# Impressum

**Kontakt**
Professor Dr. Oliver Holtemöller
Tel +49 345 77 53 800
Fax +49 345 77 53 799
E-mail: oliver.holtemoeller@iwh-halle.de

**Autoren**
Andrej Drygalla
Oliver Holtemöller
Axel Lindner

Diese Studie wurde von der Volkswagen Bank GmbH in Auftrag gegeben und finanziert.

**Herausgeber**
Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH)

**Geschäftsführender Vorstand**
Professor Reint E. Gropp, Ph.D.
Professor Dr. Oliver Holtemöller
Professor Michael Koetter, Ph.D.
Dr. Tankred Schuhmann

**Hausanschrift**
Kleine Märkerstraße 8
D-06108 Halle (Saale)

**Postanschrift**
Postfach 11 03 61
D-06017 Halle (Saale)

Tel +49 345 7753 60
Fax +49 345 7753 820

www.iwh-halle.de

Alle Rechte vorbehalten

**Zitierhinweis**
*Drygalla, Andrej; Holtemöller, Oliver; Lindner, Axel:* Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Szenarien für die Jahre 2025 bis 2030. IWH Studies 2/2026. Halle (Saale) 2026.

ISSN 2702-4733

# Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Szenarien für die Jahre 2025 bis 2030

Diese Studie wurde von der Volkswagen Bank GmbH in Auftrag gegeben und finanziert.

Halle (Saale), 30.10.2025

# Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Stressszenarien für die Jahre 2025 bis 2030

## Zusammenfassung

In der vorliegenden Studie werden zunächst die weltweiten konjunkturellen Aussichten für das Ende des Jahres 2025 und für die Jahre 2026 bis 2030 dargestellt. Dabei wird folgender Länderkreis betrachtet: Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien.

Die Weltwirtschaft steht im Herbst 2025 weiterhin unter dem Eindruck der US-Zollpolitik. Inzwischen wurden von einer Reihe von Ländern und auch von der EU Handelsvereinbarungen mit den USA getroffen. Sie geben dem internationalen Handel zwar einen Rahmen, zementieren aber auch ein hohes US-Zollniveau. Bislang zeigte sich die Weltkonjunktur angesichts der ausgeprägten wirtschaftspolitischen Unsicherheit robust, und auf den Aktienmärkten hält sich weiter der Optimismus. Während die Europäische Zentralbank ihre Leitzinsen in mehreren Schritten weiter auf zuletzt 2,0% (Einlagenzins) im Juni senkte, hat die US-Notenbank die Federal Funds-Zielrate erst September leicht auf 4,0 bis 4,25% gesenkt. Weitere Zinssenkungen werden wohl in den kommenden Monaten folgen, während die EZB ihren Leitzins zunächst unverändert lassen dürfte. Die Finanzpolitik wird die Konjunktur im Prognosezeitraum insgesamt leicht dämpfen. In den USA stehen kräftigen Steuersenkungen einem starken Anstieg der Zolleinnahmen gegenüber. Im Euroraum ist insgesamt trotz expansiver Politik in Deutschland eine in etwa neutrale Ausrichtung wahrscheinlich. In den USA rechnen die privaten Haushalte mit einem Anziehen der Inflation infolge der zusätzlichen Zölle. Auch steigen die Arbeitseinkommen wegen einer schwachen Beschäftigungsausweitung verlangsamt. Impulse gehen in den USA weiterhin von der hohen Dynamik bei den KI-Investitionen aus. Im Euroraum wird die Konjunktur leicht an Schwung gewinnen, auch weil steigende Realeinkommen den privaten Konsum stützen.

Neben den geopolitischen Unsicherheiten sind die Risiken im Zusammenhang mit der Handelspolitik besonders prominent, vor allem weil sich die handelspolitischen Spannungen zwischen den USA und China zuletzt wieder verschärft haben. Eine weitere Prognoseunsicherheit geht von der neuen Rolle der chinesischen Wirtschaft in der Welt aus. Es ist schwer abschätzbar, wie sich etwa das Verarbeitende Gewerbe in Europa an den zunehmenden Wettbewerbsdruck vonseiten Chinas auf den Weltmärkten anpasst. Schließlich besteht das Risiko, dass die Finanzmärkte vielen Ländern immer weniger zutrauen, die Solvenz der öffentlichen Haushalte auf Dauer zu gewährleisten. Dies könnte einen Anstieg der Inflationserwartungen zur Folge haben, auf den die Geldpolitik mit steigenden Zinsen reagieren könnte, um ihre Glaubwürdigkeit zu verteidigen.

Die wahrscheinlichste wirtschaftliche Entwicklung in dem betrachteten Länderkreis (Basisszenario) wird anhand grundlegender volkswirtschaftlicher Kennzahlen, etwa der Zuwachsrate des Bruttoinlandsproduktes, beschrieben. Es wird auch die Entwicklung für den Fall skizziert, dass die Weltwirtschaft eine ungünstige Wendung nimmt (schweres Negativszenario). Die-

ses Szenario ist so gewählt, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion in der betrachteten Ländergruppe im Jahr 2026 gemäß der aus dem Modell resultierenden Wahrscheinlichkeitsverteilung nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 1% noch geringer ausfällt.

Im Basisszenario steigt die Produktion im betrachteten europäischen Länderkreis im Jahr 2025 um 1,4% und im Jahr 2026 um 1,3%. Im Fall eines schweren Einbruchs geht hier die Produktion im Jahr 2026 um 3,4% zurück. Besonders stark betroffen sind davon Irland, die Slowakei, Tschechien, Griechenland und in Spanien. Die deutsche Produktion wird vom weltwirtschaftlichen Schock zwar deutlich stärker als die Chinas und der USA, aber etwas weniger als im Durchschnitt der in dieser Studie betrachteten europäischen Ländergruppe getroffen. Die länderspezifischen Szenarien erlauben auch eine Antwort auf die Frage, wie stark die deutsche Wirtschaft von dem Wirtschaftseinbruch eines bestimmten anderen Landes aus dem europäischen Länderkreis betroffen ist. Die Produktionsverluste für Deutschland sind im Krisenjahr mit 0,5 Prozentpunkten besonders hoch, wenn es zu einer schweren Rezession in einem der folgenden Länder kommt: Frankreich, Italien, Spanien, Polen oder die Niederlande. Umgekehrt führt ein schwerer konjunktureller Einbruch in Deutschland im selben Jahr zu einem spürbaren Rückgang des Produktionszuwachses vor allem in Tschechien, Österreich, Spanien, Dänemark, der Slowakei und Luxemburg. Im Szenario mehrjähriger negativer handelspolitischer und rohstoffseitiger Schocks sinkt die Produktion, während die Inflation zunächst steigt. Durch niedrigere Realzinsen wird der Produktionseinbruch ein Stück weit gebremst.

Inhaltsverzeichnis

**1 Einleitung** **1**

**2 Die Lage der Weltwirtschaft im Herbst 2025** **2**

**3 Zur Methodik** **6**

3.1 Der Wachstumskern des makroökonometrischen Modells . . . . . 7

3.2 Die konjunkturelle Dynamik . . . . . 7

3.3 Die Modellierung der Zinsstruktur . . . . . 9

3.4 Berechnung der Risikoszenarien . . . . . 9

**4 Konjunkturprognose im Basisszenario** **10**

**5 Risikoszenarien** **11**

5.1 Schweres Negativszenario . . . . . 11

5.2 Länderspezifische Stressszenarien für das Jahr 2026 . . . . . 12

5.3 Szenario eines mehrjährig andauernden Schocks . . . . . 13

**A Tabellen** **16**

**B Dokumentation der Weiterentwicklungen am Modell** **20**

**C Voranalyse zur Integration von Credit-Spread-Schocks** **21**

# Internationale Konjunkturprognose und konjunkturelle Stressszenarien für die Jahre 2025 bis 2030

## 1 Einleitung

In der vorliegenden Studie werden zunächst die weltweiten konjunkturellen Aussichten für das Ende des Jahres 2025 und für die Jahre 2026 bis 2030 dargestellt. In einem ersten Schritt wird die wahrscheinlichste wirtschaftliche Entwicklung hergeleitet und beschrieben. Davon ausgehend werden Konjunkturbilder für den Fall gezeichnet, dass die konjunkturelle Entwicklung in einem Teil der prognostizierten Volkswirtschaften eine sehr ungünstige Wendung (schweres Negativszenario) nimmt. Diese Teilmenge besteht aus folgenden europäischen Staaten: Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien. Dabei geht es zunächst nicht darum, das Risiko eines auf diese Länder beschränkten Schocks abzubilden. Wie das Basisszenario der wahrscheinlichsten konjunkturellen Entwicklung in den einzelnen Ländern auf einer Prognose der gesamten Weltwirtschaft beruht, so leiten sich auch die Szenarien einer besonders ungünstigen Konjunktur jeweils aus Annahmen von weltweit auftretenden Schocks her. Der Kreis aller modellierter Volkswirtschaften besteht aus den Ländern der Europäischen Union, Großbritannien, Schweiz, Norwegen, Russland, Türkei, USA, Kanada, Mexiko, Brasilien, Japan, Südkorea, China, Indien, Indonesien und Australien.

Es werden auch Szenarien einer außerordentlich ungünstigen konjunkturellen Entwicklung in jeder der einzelnen Volkswirtschaften aus dem oben genannten europäischen Länderkreis analysiert. Abschließend wird das Szenario eines mehrjährig handelspolitisch und rohstoffseitig angespannten Weltumfelds auf die Volkswirtschaften Europas analysiert.

Weil die Prognosen der Studie aus einem makroökonometrischen Modell für die internationale Konjunktur gewonnen werden, kann präzise definiert werden, was unter „ungünstig“ zu verstehen ist: Dies bedeutet, dass nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 1% sich eine noch geringere Produktion realisieren dürfte. Das auf diese Weise präzise definierte Risikoszenario eignet sich auch als makroökonomische Basis für Stressszenarien von Unternehmen, deren wirtschaftliche Situation wesentlich von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des betrachteten Länderkreises abhängt.

Die Konjunkturbilder werden anhand der folgenden volkswirtschaftlichen Kennzahlen umrissen: jährliche Veränderung des Bruttoinlandsproduktes und des privaten Konsums, Arbeitslosenquote, kurzfristiger Zinssatz und langfristige Rendite von Staatsanleihen, Inflation gemessen am Verbraucherpreisindex, jährliche Veränderung der Industrieproduktion sowie Kfz-Absatz. Bei der Herleitung der Szenarien werden die Wechselwirkungen zwischen den verschiedenen Regionen berücksichtigt. Für das Basis- und die Alternativszenarien wird jeweils beschrieben, welche Entwicklung für die betrachteten Länder in den Jahren bis 2029 zu erwarten wäre.

Der Aufbau der Studie ist wie folgt: In Abschnitt 2 wird die Lage der Weltwirtschaft im Herbst 2025 dargestellt, wobei es im Abschnitt 2 um die derzeit wichtigsten Risiken für die Weltkonjunktur geht. Danach wird das ma-

kroökonometrische Modell skizziert (Abschnitt 3), mit dem die Prognose und das Negativszenario hergeleitet werden (Abschnitt 4). Darauf werden länderspezifische Risikoszenarien dargestellt (Abschnitt 5.2). Schließlich stellt die Studie das Szenario einer mehrjährig handelspolitisch und rohstoffseitig angespannten Weltwirtschaft dar (Abschnitt 5.3).

## 2 Die Lage der Weltwirtschaft im Herbst 2025

Die Weltwirtschaft steht im Herbst 2025 weiterhin unter dem Eindruck der US-Zollpolitik.[1] Inzwischen wurden von einer Reihe von Ländern und auch der EU Handelsvereinbarungen mit den USA getroffen. Sie geben dem internationalen Handel zwar einen Rahmen und vergrößern so die Planungssicherheit. Gleichzeitig zementieren sie aber ein hohes Zollniveau für die meisten Waren – der effektive Zollsatz auf US-Importe liegt derzeit um mehr als zehn Prozentpunkte über dem Wert im Jahr 2024. Bislang zeigte sich die Weltkonjunktur angesichts der ausgeprägten wirtschaftspolitischen Unsicherheit robust. Allerdings dürfte die volle Wirkung der höheren US-Zölle auf Welthandel und Weltproduktion erst in den kommenden Monaten eintreten.

Vor allem im ersten Quartal 2025 zogen Welthandel und globale Industrieproduktion angeregt durch erhebliche Vorziehimporte in die USA an. Im Verlauf des Frühjahrs ging der Welthandel zwar leicht zurück, sein Niveau blieb aber hoch. Dies lag zum einen daran, dass die USA im Frühjahr ein Moratorium mit vorübergehend wieder niedrigeren Zollsätzen verkündeten und sich damit erneut Anreize zum Vorziehen von Lieferungen in die USA ergaben. Zum anderen wurden offenbar in großem Umfang für die USA bestimmte Exporte aus mit hohen Zusatzzollsätzen belasteten Ländern in andere Länder umgeleitet, um Einfuhrabgaben zu vermindern. So ging im Frühjahr ein Einbruch der Exporte Chinas in die USA mit einem starken Anstieg der Exporte in andere asiatische Länder einher, deren Exporte in die USA wiederum stark zunahmen. Dieser Effekt dürfte im zweiten Halbjahr abnehmen, da die USA mit höheren Zöllen für die südostasiatischen Länder reagiert haben.

Insgesamt expandierte die Weltwirtschaft im bisherigen Jahresverlauf nur geringfügig schwächer als im zweiten Halbjahr 2024. Stützend wirkten dabei Investitionen in neue Technologien vor allem in den USA, insbesondere auf dem Gebiet der Künstlichen Intelligenz (KI). Die Konjunktur verlangsamte sich dort allerdings dennoch, da die Konsumausgaben der privaten Haushalte merklich an Schwung verloren. Die Zollpolitik erhöhte die Unsicherheit und die Inflationserwartungen markant, während die – zuvor freilich besonders niedrige – Sparquote sprunghaft zunahm. Im Euroraum expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Halbjahr etwa gleich stark wie zuvor.

Hierzu trug allerdings ein massiver Anstieg der Exporte von pharmazeutischen Produkten aus Irland in die USA bei, der vermutlich in besonderem Maße auf Vorzieheffekte zurückzuführen und insoweit nicht nachhaltig ist. Bereits im zweiten Quartal schlug sich dies in einer deutlichen Verlangsamung des Produktionsanstiegs im Euroraum nieder. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften Asiens beschleunigte sich die Zunahme des Bruttoinlandsproduktes im bisherigen Jahresverlauf, in Japan leicht, in Südkorea deutlich. Diese Region profitiert besonders von der derzeit hohen Nachfrage nach elektronischen Geräten und insbesondere Halbleitern – Taiwan, Sitz des führenden Herstellers hochwertiger Computerchips, verzeichnete im zweiten

[1] Der Abschnitt ist eine aktualisierte Fassung des Überblickskapitels zum internationalen Teil des Herbstgutachtens der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose von Ende September. An dem Gutachten hat das IWH mitgewirkt (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2025).

Quartal sogar eine Zuwachsrate von reichlich 3%. Es ist aber unklar, in welchem Umfang diese starke Nachfrage in den kommenden Monaten Bestand haben wird. Einerseits steht sie im Zusammenhang mit steigenden Investitionen in KI-Systeme und ihrer zunehmenden Anwendung im Konsumbereich und dürfte insoweit dauerhafter Natur sein. Andererseits stellt sie aber wohl auch eine kurzfristige Nachfragespitze dar, die durch die Unklarheit über die Höhe der künftigen US-Zölle auf Computerchips entstanden ist. In den Schwellenländern expandierte die Wirtschaft im ersten Halbjahr weiterhin deutlich, was insbesondere kräftigen Zuwächsen der gesamtwirtschaftlichen Produktion in China und Indien geschuldet war. Auch im dritten Quartal 2025 wurde die Konjunktur in China von starken Exporten getragen, während die Binnennachfrage verhalten blieb.

Die US-Handelspolitik war auch im Sommer eine Quelle von Instabilität, wenngleich sich allmählich Konturen eines zukünftigen Regimes herausbilden. So wurden seit dem Frühjahr mit einer Reihe von Ländern – zunächst mit Großbritannien, später mit Japan, Südkorea und einigen südostasiatischen Handelspartnern sowie mit der Europäischen Union – Handelsabkommen geschlossen, in denen die Zollsätze auf US-Importe neu festgelegt wurden. Für andere Länder laufen die Verhandlungen noch; für sie gelten vorläufig länderspezifische Zollsätze in unterschiedlicher Höhe. Von den allgemeinen Zollsätzen ausgenommen sind Stahl und Aluminium, für die der Zollsatz im Mai pauschal auf 50% angehoben wurde. Für andere Warengruppen gelten gar keine oder niedrigere Zölle, so dass der effektive Zollsatz für die einzelnen Länder abhängig von der Handelsstruktur in unterschiedlichem Maße vom allgemeinen Zollsatz abweicht.

Im August wurde beschlossen, dass dieser Zoll auch auf die entsprechenden Anteile am Produktionswert einer großen Zahl weiter verarbeiteter Produkte, etwa Maschinen, angewendet werden soll. Mit China wurden die im Mai vereinbarten vorläufigen Zollsätze um weitere 90 Tage bis nunmehr Anfang November verlängert, um Zeit für eine auf Dauer angelegte Einigung zu gewinnen. Die meisten Handelspartner der USA verzichteten bislang auf Gegenmaßnahmen. Für das Basisszenario dieses Gutachtens wird unterstellt, dass die im Oktober 2025 geltenden Zollsätze im Prognosezeitraum bestehen bleiben. Die Annahme impliziert, dass ein etwaiges Abkommen zwischen den USA und China die gegenwärtige Höhe der Zölle fortschreibt. Es impliziert insbesondere auch, dass die im Oktober angekündigte Verschärfung der Ausfuhrkontrollen für Seltene Erden durch China und die darauf erfolgten Androhung weiterer Zollerhöhungen durch den US-Präsidenten nur eine vorübergehende Eskalation des Handelskonflikts darstellen.

Anders als im Frühjahr haben die jüngsten Änderungen in der US-Zollpolitik an den Finanzmärkten keine ausgeprägten Reaktionen mehr nach sich gezogen. Die Aktienkurse in den USA legten seit Mai deutlich zu, und die Volatilitätsindizes sind mittlerweile wieder so niedrig wie im Vorjahr. Auch die Wechselkurse, die im Frühjahr mit einer deutlichen Abwertung des US-Dollar auf die wirtschaftspolitische Unsicherheit und schwächere Konjunkturaussichten in den USA reagiert hatten, blieben im Sommer weitgehend stabil. Der gesunkene Außenwert des Dollar verbessert die Wettbewerbsfähigkeit US-amerikanischer Produzenten zusätzlich. Die Rohstoffpreise waren zumeist in den Sommermonaten merklich niedriger als am Ende des Vorjahres. Eine höhere Förderung der OPEC+ bei weiterhin kräftigem Produktionsanstieg in den Ländern außerhalb des Kartells und eine gebremste Nachfrage setzen den Ölpreis unter Druck. Im Einklang mit den Terminmarktnotierungen wird für den Prognosezeitraum unterstellt, dass der Preis für ein Fass der Sorte Brent im Prognosezeitraum bei etwa 62 US-

Dollar je Barrel liegt.

Der Preisauftrieb hat sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den vergangenen Monaten insgesamt nicht mehr verringert. Die Kernrate (Verbraucherpreise ohne Energie und Lebensmittel) legte zuletzt sogar leicht zu. Außer in Großbritannien, wo ein regulierungsbedingter Sprung bei den Gaspreisen die Gesamtinflationsrate zuletzt erhöhte, wird die Inflationsrate derzeit allerdings durch gesunkene Energiepreise gedrückt. Während die Inflation im Euroraum seit dem Frühjahr um die 2% liegt, entfernt sie sich in den USA inzwischen wieder vom Ziel der Notenbank. Hier machen sich wohl auch Preisaufschläge aufgrund der Zölle bemerkbar. Insgesamt ist der Effekt bei den Verbraucherpreisen bislang aber bemerkenswert gering. Dies liegt wohl auch daran, dass einige ausländische Unternehmen ihre Exportpreise offenbar zunächst gesenkt haben, um ihren Absatz zu schützen. So haben insbesondere die japanischen Autohersteller die Last des Zolls in den ersten Monaten anscheinend nahezu vollständig übernommen. Nach und nach werden die Unternehmen wohl aber den Großteil der Zölle auf die Abnehmer überwälzen. Von noch größerer Bedeutung für die Inflationsentwicklung ist, dass es auch in der Handelskette innerhalb der USA einige Zeit braucht, bis die Überwälzung in die Verbraucherpreise vollzogen ist. Alles in allem steht ein erheblicher Teil der Inflationswirkung der Zölle wohl noch aus.

Wurden die im Sommer 2024 eingeleiteten Zinssenkungen in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zunächst weitgehend synchron durchgeführt, unterscheiden sich die Notenbanken in ihrem Kurs seit Ende des vergangenen Jahres deutlich. Während die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen in mehreren Schritten weiter auf zuletzt 2,0% (Einlagenzins) im Juni senkte, hielt ihn die US-Notenbank bis Mitte September stabil bei 4,5%. Die Fed reagierte damit darauf, dass sich das Inflationsumfeld nicht zuletzt durch die Zollpolitik verschlechtert hat. Gleichzeitig hat sich die US-Konjunktur aber merklich abgekühlt, was inzwischen am Arbeitsmarkt sichtbar ist. Dies hat die US-Notenbank dazu bewogen, das Zielband für die Federal Funds Rate im September leicht auf 4,0 bis 4,25% zu reduzieren. Weitere Zinssenkungen werden wohl in den kommenden Monaten folgen. Das Niveau der Zinsen bleibt allerdings höher als in den zehn Jahren vor dem Inflationsschub des Jahres 2022. Im Euroraum dürfte die Zentralbank ihren Leitzins im Prognosezeitraum hingegen unverändert lassen, da die zugrundeliegende Inflation weitgehend zielgerecht verläuft und die Konjunktur insgesamt weiter expandiert, wenn auch moderat.

Die Finanzpolitik dürfte die Konjunktur im Prognosezeitraum insgesamt leicht dämpfen. So wird das gesamtstaatliche Budgetdefizit in den USA von hohem Niveau aus wohl etwas zurückgehen. Mit dem One Big Beautiful Bill Act wurde im Juli das wichtigste finanzpolitische Vorhaben der neuen Administration im Kongress verabschiedet. Das Gesetz verlängert die erheblichen Einkommensteuersenkungen aus der ersten Trump-Legislatur, die ansonsten im kommenden Fiskaljahr ausgelaufen wären, auf unbestimmte Zeit. Hinzu kommen zahlreiche weitere Steuersenkungen sowie zusätzliche Ausgaben für Verteidigung und die Bekämpfung irregulärer Migration. Dem stehen Ausgabenkürzungen an anderer Stelle, insbesondere bei der Krankenversorgung, und ein starker Anstieg der Zolleinnahmen gegenüber. In Großbritannien dürften größere Konsolidierungsschritte erforderlich sein, um die Budgetregeln einzuhalten. Im Euroraum ist insgesamt eine in etwa neutrale Ausrichtung wahrscheinlich. Zwar wäre angesichts der in vielen Ländern hohen Budgetdefizite für nachhaltige Staatsfinanzen eine spürbare Konsolidierungspolitik erforderlich. Allerdings wurden die Fiskalregeln gelockert, um den Spielraum zur Finanzierung der

angestrebten höheren Verteidigungsausgaben zu erhöhen. In Deutschland wirkt die Finanzpolitik sogar deutlich expansiv, in den übrigen Ländern des Euroraums, wo die fiskalische Ausgangslage zum Teil deutlich ungünstiger ist, wird die Konsolidierung insgesamt moderat ausfallen.

Der drastische Anstieg der US-Zölle bedeutet für die Weltwirtschaft einen ausgeprägten negativen Angebotsschock, der die internationale Arbeitsteilung erschwert und zu einer Anpassung der globalen Lieferketten und Produktionsstrukturen führt. Im Ergebnis setzt das die Produktivität herab. Zudem ist die Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Entwicklung der US-Zollpolitik sowie ihrer konjunkturellen Auswirkungen weiterhin hoch. Zwar hat sich das Verbrauchervertrauen in den USA, das im Frühjahr drastisch gesunken war, im Sommer wieder etwas verbessert. Insbesondere die Erwartungskomponente ist aber weiter auf einem sehr niedrigen Niveau. Die privaten Haushalte rechnen nach wie vor mit einem Anziehen der Inflation infolge der zusätzlichen Zölle. Der Anstieg der Konsumausgaben wird zudem dadurch gebremst, dass die Arbeitseinkommen angesichts der schwachen Beschäftigungsausweitung verlangsamt steigen. So wird der Zuwachs des Bruttoinlandsproduktes in den USA in diesem Jahr deutlich geringer ausfallen als in den Vorjahren. In der übrigen Welt dürften sich die bremsenden Wirkungen der US-Zölle in den kommenden Monaten zunehmend entfalten, so dass die Weltwirtschaft insgesamt gegen Jahresende spürbar an Fahrt verliert. Klarere Umrisse des künftigen handelspolitischen Regimes und die Zinssenkungen der Zentralbank dürften dazu führen, dass die Konjunktur in den USA im Verlauf des nächsten Jahres wieder anzieht. Mit dem Rückgang der Unsicherheit wird der Konsum der privaten Haushalte wieder stärker zulegen. Impulse gehen weiterhin von der hohen Dynamik bei den KI-Investitionen aus. Der Produktionsanstieg wird aber im Vergleich zu den vergangenen Jahren moderat bleiben, da eine reduzierte Einwanderung und die Verteilungswirkung der Finanzpolitik – starke Entlastung der Bezieher hoher Einkommen und per Saldo Belastung der Gruppen am unteren Ende der Einkommensskala – die Nachfrage dämpfen. Im Euroraum wird die Konjunktur ebenfalls leicht an Schwung gewinnen. Steigende Realeinkommen stützen dort den privaten Konsum, und die wieder etwas günstigeren Finanzierungsbedingungen beleben die Investitionen. Allerdings belasten veränderte weltwirtschaftliche Nachfrage- und Produktionsmuster, der starke Euro und die US-Zölle die Europäische Exportwirtschaft. Das Verarbeitende Gewerbe dürfte sich im Euroraum daher weiterhin nur zögerlich erholen. In China werden die Zuwachsraten im Prognosezeitraum deutlich abnehmen, weil die Binnennachfrage schwach bleibt und sich der Wettbewerb auf den Exportmärkten infolge der US-Zollpolitik verstärkt. In den ostasiatischen Schwellenländern und in Lateinamerika dürfte die Konjunktur nach einem vorübergehenden Dämpfer im späteren Prognosezeitraum wieder stärker aufwärtsgerichtet sein.

**Risiken**

Neben den geopolitischen Risiken, etwa in Zusammenhang mit dem russischen Krieg gegen die Ukraine, dem fragilen Waffenstillstand im Nahen Osten sowie den Spannungen in Ostasien, sind die Risiken im Zusammenhang mit der Handelspolitik besonders prominent. Zwar wird mit den Handelsabkommen, die bislang geschlossen wurden oder die in den kommenden Monaten voraussichtlich noch vereinbart werden, ein Stück Unsicherheit von den Märkten genommen. Allerdings steht bislang insbesondere mit China eine belastbare Vereinbarung aus. Auch das Abkommen mit der EU ist noch nicht in Kraft getreten, da die notwendige Zustimmung des EU-Parlaments fehlt. Zu-

dem bleiben handelspolitische Auseinandersetzungen aufgrund der Sprunghaftigkeit des US-Präsidenten und seiner Neigung, sehr verschiedene und auch wirtschaftsferne Themen mit dem Instrument der Zölle anzugehen, ein permanentes Risiko. Dies gilt umso mehr, als in den Handelsvereinbarungen auch ambitionierte Zusagen zum Beispiel über Unternehmensinvestitionen in den USA gemacht werden, deren Einhaltung nicht in der Macht der Regierungen liegt und letztlich unwahrscheinlich ist. So besteht voraussichtlich ständig ein potenzieller Anlass, die Regeln von Vereinbarungen in Frage zu stellen oder einseitig aufzukündigen, so dass sich die durch die Unsicherheit bedingten Bremsen für die wirtschaftliche Aktivität nur allmählich lösen werden.

Des Weiteren sind die Auswirkungen der Zollanhebungen schwer abschätzbar. Der durchschnittliche Zollsatz auf Importe in die USA ist gegenwärtig so hoch wie zuletzt in den 1940er Jahren. Es fehlt an Erfahrung mit derart drastischen Zollanhebungen, zumal sich die globale Wirtschaftsstruktur seit der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts erheblich verändert hat. Die Zollanhebungen haben bisher vor allem die Konsumenten- und Unternehmenserwartungen beeinflusst, deren weitere Entwicklung kurzfristig kaum absehbar ist. So könnten die Zölle insbesondere in den USA preistreibender wirken als bislang erwartet und so die Unsicherheit der Wirtschaftsakteure länger hochhalten als in der Prognose unterstellt, mit entsprechenden negativen Konsequenzen für die Konjunktur. Eine weitere Prognoseunsicherheit besteht in der veränderten globalen Produktions- und Nachfragestruktur, insbesondere durch die neue Rolle der chinesischen Wirtschaft in der Welt. Es ist derzeit schwer abschätzbar, wie sich etwa das Verarbeitende Gewerbe in Europa von der fehlenden Nachfrage aus China und dem zunehmenden Wettbewerb auf den Weltmärkten anpasst, vor allem da nun auch die bislang kräftige Nachfrage aus den USA geringer ausfallen dürfte. Ein weiterer Anlass zu Sorgen um die Europäische Konjunktur ist die Schwäche der dortigen Wirtschaftspolitik bei der Durchsetzung von an sich als richtig erkannten Vorhaben. Das gilt insbesondere auf dem Gebiet der Budgetkonsolidierung. Konsolidierungsmaßnahmen sowohl der britischen als auch der französischen Regierung sind im laufenden Jahr jeweils an Widerständen im Parlament gescheitert. Es besteht das Risiko, dass die Finanzmärkte der Finanzpolitik immer weniger zutrauen, die Solvenz der öffentlichen Haushalte auf Dauer zu gewährleisten, und stattdessen damit rechnen, dass die Staatsschulden letztlich monetarisiert werden. Dies könnte einen Anstieg der Inflationserwartungen schon im Prognosezeitraum zur Folge haben, auf den die Geldpolitik mit steigenden Zinsen reagieren müsste, um ihre Glaubwürdigkeit zu verteidigen.

## 3 Zur Methodik

Die Konjunkturprognose und die Risikoszenarien werden mit Hilfe eines internationalen makroökonometrischen Modells erstellt. Es handelt sich dabei um ein Modell, das einen neoklassischen Wachstumskern besitzt und kurzfristig einen neukeynesianischen Charakter hat. In dem Modell sind die Länder der Europäischen Union, Großbritannien, Schweiz, Norwegen, Russland, Türkei, USA, Kanada, Mexiko, Brasilien, Japan, Südkorea, China, Indien, Indonesien und Australien abgebildet. Aus diesem Länderkreis stammen etwa 85% der Weltproduktion an Gütern und Dienstleistungen. Im folgenden Abschnitt 3.1 wird zunächst der Wachstumskern des Modells beschrieben, bevor die konjunkturelle Dynamik in Abschnitt 3.2 und die Berechnung der Risikoszenarien in Abschnitt 3.4 erläutert werden.

### 3.1 Der Wachstumskern des makroökonometrischen Modells

Bei der Spezifikation des makroökonometrischen internationalen Konjunkturmodells wird davon ausgegangen, dass die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in eine Trendkomponente und in eine zyklische Komponente (Konjunktur) zerlegt werden kann und dass die einzelnen Länder individuellen langfristigen Wachstumstrends folgen. Diese ergeben sich basierend auf theoretischen Überlegungen aus der trendmäßigen Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität ($A$) und der trendmäßigen Entwicklung der Erwerbstätigenzahl ($N$). Diese wird in die Komponenten Beschäftigungsquote ($\rho$) und Erwerbspersonenzahl ($P$) zerlegt:[2]

$$N_t = \rho_t \times P_t.$$

Zunächst wird die Beschäftigungsquote mit einem univariaten Zeitreihenmodell bis in das Jahr 2030 fortgeschrieben und anschließend der HODRICK-PRESCOTT-Filter (HP-Filter) angewendet, um die Trendkomponente ($\overline{\rho}$) und die zyklische Komponente ($\tilde{\rho}$) zu ermitteln.[3]

Die Trendkomponente der Erwerbspersonenzahl ($\overline{N}$) wird berechnet, indem die trendmäßige Beschäftigungsquote mit der Erwerbspersonenzahl multipliziert wird, wobei für deren Fortschreibung die Vorausschätzung der Erwerbspersonenzahl durch die International Labour Organization (ILO) sowie Bevölkerungsprojektionen der UN zugrunde gelegt werden:[4]

$$\overline{N}_t = \overline{\rho}_t \times P_t.$$

Die Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität wird ebenfalls zunächst mit Hilfe eines univariaten Zeitreihenmodells (Random Walk mit Drift für die logarithmierte Arbeitsproduktivität) bis in das Jahr 2030 fortgeschrieben, das heißt es wird eine konstante trendmäßige Wachstumsrate unterstellt. Anschließend wird die Trendkomponente der Arbeitsproduktivität ($\overline{A}$) wiederum mit dem HP-Filter bestimmt. Das trendmäßige Bruttoinlandsprodukt ($\overline{Y}$, Produktionspotenzial) ergibt sich dann aus dem Produkt von trendmäßiger Arbeitsproduktivität und trendmäßiger Anzahl der Erwerbspersonen:

$$\overline{Y}_t = \overline{A}_t \times \overline{N}_t.$$

Die Trend- und Zykluskomponenten des realen effektiven Wechselkurses ($Z$) und der Inflationsrate ($\pi$) werden ebenfalls mit Hilfe von univariaten Zeitreihenmodellen und anschließender Verwendung des HP-Filters berechnet.

### 3.2 Die konjunkturelle Dynamik

Während die trendmäßigen Verläufe der makroökonomischen Variablen auf die zuvor beschriebene Weise unabhängig voneinander ermittelt worden sind, folgt die konjunkturelle Dynamik der wichtigsten makroökonomischen Variablen aus einem multivariaten Modell für die jeweiligen Abweichungen vom Trend. Dazu wird die Produktionslücke ($\tilde{y}$) als die relative Abweichung vom trendmäßigen Bruttoinlandsprodukt und die zyklische Komponente der Inflationsrate ($\tilde{\pi}$) als absolute Abweichung von der trendmäßigen Inflationsrate definiert.

Im Einklang mit der neukeynesianischen makroökonomischen Theorie und mit empirischer Evidenz wird unterstellt, dass Güterpreise eine gewisse Rigidität aufweisen, so dass die Produktion kurzfristig von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage determiniert wird. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage hängt von den Einkommenserwartungen, dem realen Zins, der in-

[2] Die Erwerbspersonenzahl ist die Summe aus Erwerbstätigen und arbeitsuchenden Erwerbslosen.

[3] Siehe zum HODRICK-PRESCOTT-Filter Hodrick und Prescott (1997).

[4] Bei einer natürlichen Arbeitslosenquote $\overline{u}_t$ gilt für die trendmäßige Beschäftigungsquote: $\overline{\rho}_t = 1 - \overline{u}_t$.

ternationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit (gemessen anhand des realen effektiven Wechselkurses) und der konjunkturellen Situation im Ausland (gemessen anhand der handelsgewichteten Produktionslücke der übrigen Länder) ab. Auf dieser Stufe werden also explizit internationale Verflechtungen berücksichtigt.

Die Inflationsrate ergibt sich aus den Inflationserwartungen, dem Auslastungsgrad der Volkswirtschaft (gemessen anhand der Produktionslücke) und der Veränderung des realen effektiven Wechselkurses, denn dieser beeinflusst die Preise ausländischer Güter, die in den inländischen Warenkorb eingehen. Der reale effektive Wechselkurs wird im Modell determiniert, indem der nominale Wechselkurs und die Inflationsraten im In- und Ausland mit entsprechenden Gewichten zur Berechnung herangezogen werden. Die nominalen Wechselkurse der im Modell enthaltenen Länder gegenüber dem US-Dollar werden dabei gemäß der relativen Kaufkraftparitätentheorie (KKP) modelliert (Officer, 1976; Dornbusch, 1987; Rogoff, 1996). Diese unterstellt, dass die Veränderung des Wechselkurses zwischen zwei Währungen der Differenz der Inflationsraten in den jeweiligen Ländern bzw. Währungsräumen entspricht. Für die langfristige Dynamik des nominalen Wechselkurses ($\Delta s_t$) gilt somit:

$$\Delta s_t = \pi_t - \pi_t^*,$$

wobei $\pi_t$ die Inflationsrate im In- und $\pi_t^*$ die Inflationsrate im Ausland bezeichnet.

In der kurzen Frist ist die Entwicklung des Wechselkurses durch die Korrektur eventueller Abweichungen von der relativen KKP sowie den kurzfristigen Dynamiken der Inflationsraten bestimmt. Hierzu wird die folgende Fehlerkorrekturgleichung geschätzt:

$$\begin{aligned}\Delta(\Delta s_t) &= \alpha(\Delta s_{t-1} - \pi_{t-1} + \pi_{t-1}^*) \\ &\quad + \gamma\Delta(\pi_t - \pi_t^*) + \epsilon_t,\end{aligned}$$

wobei der Parameter $\alpha$ die Schnelligkeit der Anpassung an die relative KKP bei kurzfristigen Abweichungen beschreibt. Die Spezifikation beruht auf der Annahme rigider Güterpreise, wodurch sich Wechselkursänderungen mit einer Verzögerung von mindestens einem Quartal in den jeweiligen Inflationsraten widerspiegeln.

Schließlich wird die Zinspolitik der Zentralbank mit Hilfe einer geldpolitischen Reaktionsfunktion abgebildet, in die der Auslastungsgrad der Volkswirtschaft und die Abweichung der Inflationsrate von der trendmäßigen Inflationsrate eingeht. Den Kern des Modells für die Prognose der konjunkturellen Dynamik bildet also ein System mit den vier Variablen Produktionslücke, zyklische Komponente der Inflationsrate, realer effektiver Wechselkurs und Zinssatz für jedes Land, wobei die kurzfristigen Zinsen in den Ländern der Euroraums aufgrund der gemeinsamen Geldpolitik identisch sind.

Die weiteren endogenen Variablen privater Konsum, Arbeitslosenquote, Industrieproduktion und Kfz-Absatz werden mit Einzelgleichungen modelliert, in die die jeweilige nationale wirtschaftliche Lage eingeht, insbesondere das Bruttoinlandsprodukt. Das Modell hat somit eine blockrekursive Struktur. Zunächst werden die zentralen makroökonomischen Variablen mit Hilfe des internationalen Konjunkturmodells determiniert, anschließend werden die zusätzlich interessierenden Variablen aus den jeweiligen nationalen Entwicklungen abgeleitet ohne dass privater Konsum, Arbeitslosenquote, Industrieproduktion und Kfz-Absatz eine Rückwirkung auf die Dynamik der anderen Variablen haben. Hier besteht zwar Potenzial, die Methodik zu verfeinern; für den in dieser Studie verfolgten Prognosezweck ist diese Vorgehensweise jedoch grundsätzlich gut geeignet, weil von der Verfeinerung – wenn überhaupt – nur eine geringfügige Verringerung der Prognosefehler zu erwarten ist.

### 3.3 Die Modellierung der Zinsstruktur

Die Leitzinsen werden über eine geldpolitische Reaktionsfunktion bestimmt. Diese gibt an, wie die Zentralbank den Kurzfristzins in Abhängigkeit von Produktionslücke und Inflation setzt. Ferner wird eine Verzögerung der Anpassung des Zinses an sein Zielniveau berücksichtigt.
Sodann werden die Niveaus der Marktzinssätze unterschiedlicher Fristigkeit in Abhängigkeit vom Leitzins geschätzt. Die Modellierung der Stützstellen der Zinsstruktur erfolgt unter Berücksichtigung signifikanter Zusammenhänge ihrer Dynamik und der Verläufe der kurzfristigen Zinsen (dreimonatiger Geldmarktzins) und der Renditen für zehnjährige Staatsanleihen. Für die Dynamik der Zinsen ($Z$) gilt dabei:

$$\begin{aligned} \Delta Z_t &= \alpha(Z_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 \times RZ_{t-1}) \\ &\quad + \gamma \Delta RZ_t + \epsilon_t. \end{aligned}$$

Referenzzins ($RZ$) für kurzfristige Zinsen ist der dreimonatige Geldmarktzins, während sich die langfristigen Renditen an der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen orientieren. Letztere sind wiederum mit dem dreimonatigen Geldmarktzins kointegriert(Campbell und Shiller, 1987)).

### 3.4 Berechnung der Risikoszenarien

Es wird ein Negativszenario ermittelt, bei dem die Wahrscheinlichkeit einer noch ungünstigeren konjunkturellen Entwicklung 1% beträgt. Um ein solches Szenario zu definieren, bestehen folgende Alternativen:

1. *Bedingte Simulation*
    - Schätzung des makroökonometrischen Modells
    - Prognose aller Variablen mit dem Modell
    - Ermittlung des Prognoseintervalls für eine Referenzgröße (beispielsweise deutsches reales Bruttoinlandsprodukt oder Summe der Bruttoinlandsprodukte aller oder mehrerer Länder im Modell)
    - Ermittlung des 1%-Quantils der Referenzgröße
    - Simulation (bedingte Prognose) des Modells basierend auf dem jeweiligen Quantil der Referenzgröße
    - Negativ- bzw. Positivszenario spiegelt Unsicherheit bezüglich der verschiedenen Schocks im Modell und bezüglich der geschätzten Modellparameter wider, soweit diese sich auf die Referenzgröße auswirken
2. *Impulsantwortfolge*
    - Schätzung des makroökonometrischen Modells
    - Prognose aller Variablen mit dem Modell
    - Ermittlung des 1%-Quantils einer festzulegenden Referenzgröße
    - Kalibrierung eines spezifischen Schocks (beispielsweise geldpolitischer Schock, Inflationsschock, Nachfrageschock), der zu den entsprechenden Realisierungen der Referenzgröße führt
    - Simulation des Modells
    - Szenario verdeutlicht die Folgen eines spezifischen Schocks
3. *Multivariate Verteilung*
    - Schätzung des makroökonometrischen Modells
    - Prognose aller Variablen mit dem Modell

- Ermittlung der multivariaten Verteilung aller endogenen Variablen
- Bestimmung des jeweiligen 1%-Quantils anhand der multivariaten Verteilung
- Szenario bildet die Unsicherheit bezüglich der verschiedenen Schocks im Modell und bezüglich der geschätzten Modellparameter wider, liefert aber nicht unbedingt ein konsistentes Szenario

Hier wird die Alternative 1, *bedingte Simulation*, gewählt. Als Referenzgröße wird die Zuwachsrate des über den europäischen Länderkreis aggregierten Bruttoinlandsproduktes verwendet. Um mit dem Modell die entsprechenden Quantile dieser Referenzgröße zu simulieren, wird in den Nachfragegleichungen sämtlicher im Weltmodell enthaltener Länder jeweils ein allgemeiner Nachfrageschock eingebaut, so dass sich in der Summe unter Berücksichtigung der internationalen Verflechtungen die entsprechende Entwicklung des aggregierten realen Bruttoinlandsproduktes für den europäischen Länderkreis ergibt. An dieser Stelle wird also nicht die Wirkung eines auf den europäischen Länderkreis beschränkten Schocks abgebildet. Erst in einem weiteren Schritt wird für jede einzelne Volkswirtschaft des europäischen Länderkreises mittels länderspezifischer Nachfrageschocks das Negativszenario simuliert.

## 4 Konjunkturprognose im Basisszenario

Die Basisprognose für die in dieser Studie betrachteten Länder beruht auf dem in Abschnitt 3 skizzierten makroökonometrischen Modell. Nach vorliegender Prognose steigt die Weltproduktion im Jahr 2025 um 2,5% und im Jahr 2026 um 2,3 %, was in etwa den Prognosewerten der Gemeinschaftsdiagnose vom September und des Internationalen Währungsfonds (IWF) im World Economic Outlook (Oktober) entspricht.[5] Allerdings ist der IWF für 2026 mit einer Zuwachsrate von 2,6% etwas optimistischer. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass der IWF für die größte Volkswirtschaft, die USA, im Jahr 2026 mit 2,1% eine um vier zehntel Prozentpunkte höhere Zuwachsrate prognostiziert als die vorliegende Prognose und die Gemeinschaftsdiagnose (Consensus Forecast Oktober 2025: 1,9 %). Daneben dürfte eine Rolle spielen, dass der IWF die Produktion in Entwicklungs- und Schwellenländern berücksichtigt, die, wie im Fall Saudi-Arabiens, vielfach eine recht hohe Wachstumsdynamik aufweisen. Für China, der zweitgrößten Volkswirtschaft, beinhalten alle drei Prognosen einen Produktionszuwachs in diesem Jahr von etwas unter 5% und eine deutliche Abschwächung um 0,6 Prozentpunkte im Jahr 2026.

Was den europäischen Länderkreis angeht, liegen die vorliegenden Prognosen sehr nahe an denen der Gemeinschaftsdiagnose und auch des IWF. Der Unterschied beträgt im ungewichteten Schnitt für beide Jahre 0 oder 0,1 Prozentpunkte. Nennenswerte Divergenzen treten bei Irland auf: Der IWF prognostiziert eine deutlich stärkere Zuwachsrate für 2025 und eine schwächere für das Jahr darauf. Allerdings verzerren Buchungspraktiken multinationaler Unternehmen die irischen VGR-Statistiken erheblich. Sie sind deshalb schwer zu prognostizieren und enthalten auch nur wenig Information zur tatsächlichen konjunkturellen Entwicklung.[6] Für Schweden prognostiziert der IWF einen um einen halben Prozentpunkt niedrigeren Produktionszuwachs im Jahr 2025. Nach der IWF-Prognose müsste

[5] Dabei werden jeweils die Weltproduktionszahlen verglichen, die sich aus einer Gewichtung der Länderwerte gemäß den aktuellen Wechselkursen ergeben.

[6] So legten die irischen Bruttoanlageinvestitionen nach VGR-Statistik im ersten Quartal 2025 um 73% zu, das Bruttoinlandsprodukt um 7,5%. Im Folgequartal kam es zu einer Abnahme der Investitionen um 37%, und das Bruttoinlandsprodukt stagnierte nahezu.

die schwedische Produktion im zweiten Halbjahr sinken, worauf Frühindikatoren wie der Economic Sentiment Indicator der Europäischen Kommission aber nicht hindeuten. Im Fall Norwegens liegt die IWF-Prognose um einen Prozentpunkt im Jahr 2025 und um einen halben im Folgejahr höher als der vorliegende Report. Die Prognoseunsicherheit kommt hier von dem volatilen Erdöl- und Erdgassektor, der reichlich ein Drittel der Wertschöpfung in Norwegen umfasst. Die Prognosewerte der Oktober-Ausgabe von Consensus Economics liegen in etwa in der Mitte zwischen denen der vorliegenden Prognose und der Gemeinschaftsdiagnose auf der einen Seite und denen des IWF auf der anderen Seite. Was die Produktion im Jahr 2026 in der stark von der Automobilindustrie und deren Exporten geprägten Volkswirtschaft der Slowakei betrifft, ist der IWF um 0,4 Prozentpunkte pessimistischer als die vorliegende Studie. Schließlich sieht der IWF den diesjährigen Produktionszuwachs in der Schweiz einen halben Prozentpunkt niedriger. Die IWF-Prognose impliziert einen kräftigen Einbruch der Schweizer Produktion im zweiten Halbjahr, was sich mit den jetzt besonders hohen US-Zöllen für Schweizer Produkte rechtfertigen ließe. Allerdings waren die unmittelbaren Effekte der Zollerhöhungen auf Handel und Produktion weltweit bislang geringer als vielfach erwartet.

Auch für die Inflationsraten liegen die vorliegenden Prognosen sehr nahe an denen der Gemeinschaftsdiagnose und des IWF. Für den europäischen Länderkreis sind sie in der Regel leicht (im ungewichteten Mittel um 0,1 Prozentpunkte) höher als die des IWF. Dabei gehen sie vom Jahr 2025 auf 2026 nur leicht zurück. Dafür spricht die auch jüngst kaum verminderte Teuerung bei den Dienstleistungen. Für einige EU-Länder sind Unterschiede in den prognostizierten Inflationsraten im Jahr 2025 darauf zurückzuführen, dass die Gemeinschaftsdiagnose und der IWF die EU-weit Harmonisierten Verbraucherpreisindizes (HVPI) zugrunde legt, die vorliegenden Studie dagegen die nationalen Verbraucherpreisindizes (VPI). Besonders weit auseinander liegen die beiden Maße im Fall Schwedens. Dort ist der Anstieg des nationalen Verbraucherpreisindexes deutlich niedriger als der des HVPI, denn nur in den VPI gehen die Zinskosten des selbstgenutzten Wohneigentums ein, welche mit den Leitzinsen in den vergangenen zwölf Monaten gesunken sind.

Das Modell ermöglicht auch einen Ausblick auf die weiteren weltwirtschaftlichen Perspektiven bis zum Jahr 2030. Mit 2,4% in den Jahren 2027 bis 2029 und 2,3% im Jahr 2030 ist die Expansion schwächer als im Durchschnitt der vergangenen 30 Jahre, auch weil der Produktionsfaktor Arbeit weltweit aus demographischen Gründen langsamer als in den Jahrzehnten zuvor expandiert.

## 5 Risikoszenarien

### 5.1 Schweres Negativszenario

Das schwere Negativszenario ist dadurch definiert, dass auf Grundlage der durch die Modellvariablen beschriebenen makroökonomischen Lage und der Volatilitäten, wie sie in der Zeit vor der Pandemie beobachtet wurden, mit einer noch schwächeren Entwicklung nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 1% zu rechnen ist. Dabei wird die Jahreszuwachsrate des aggregierten Bruttoinlandsprodukts für die europäische Ländergruppe Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien als Maßstab genommen.

In diesem Szenario sinkt die Weltproduktion in Jahr 2026 um 1,0%, statt wie im Basisszenario um 2,3 % zuzulegen. Dies wäre nach Daten des IWF seit Anfang der 80er Jahren des vergange-

nen Jahrhunderts erst das dritte Jahr mit einer negativen Rate, allerdings war der Rückgang in der Weltfinanzkrise 2009 (-2.0%) und im Pandemiejahr 2020 (-3,0%) noch deutlich größer. In der europäischen Ländergruppe würde der Rückgang gar 3,4% betragen, gegenüber einem Anstieg um 1,3% im Basisszenario. Im Jahr 2027 würde die Weltwirtschaft um 2,6% und damit in etwa wie im Basisszenario zunehmen. Erst in den folgenden Jahren ist die Dynamik höher, denn die freien Produktionskapazitäten werden nach und nach wieder ausgeschöpft. Die Inflationsraten werden durch den schweren Einbruch einige Zehntel Prozentpunkte gedrückt, zumeist stärker im Jahr 2027 als im Rezessionsjahr selbst. In Deutschland fällt die Inflation sogar erst ab diesem Jahr niedriger aus als im Basisszenario.

Weniger rasch würde sich die Weltwirtschaft erholen, wenn das Negativszenario auf strukturelle Ursachen zurückginge, welche sich nicht rasch zurückbilden. Zurzeit könnte etwa ein Bruch der Handelsbeziehungen zwischen den USA und China eine Rezession auslösen, die nicht schnell vorüberginge. In diesem Fall könnte der Erholungsprozess ähnlich wie nach der Großen Rezession ablaufen: Zwar kam die Weltkonjunktur seit Mitte 2009 überraschend schnell wieder auf die Beine; die in der Finanzkrise aufgetretenen Probleme auf den Finanz- und Immobilienmärkten sowie die Krisen der öffentlichen Finanzen belasteten die Wirtschaft in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften aber noch einige Jahre länger.

Die Produktionsverluste eines weltweiten Konjunktureinbruchs verteilen sich nicht gleichmäßig über die Länder (Tabellen A.1 und A.2). Während der Rückgang in den beiden größten Volkswirtschaften USA und vor allem China relativ gering ausfällt, ist Europa stark betroffen. Denn die europäischen Volkswirtschaften reagieren aufgrund ihres hohen Offenheitsgrads besonders stark auf weltwirtschaftliche Schwankungen. Besonders deutlich reduziert wird die Produktion in Irland, der Slowakei und Tschechien, in Griechenland und auch in Spanien. Wie schon im Abschnitt zur Basisprognose erwähnt, wird die Aussagekraft der Simulationen für Irland allerdings durch die verzerrenden Effekte von Buchungspraktiken multinationaler Unternehmen auf die nationalen Statistiken erheblich gemindert. Bei Griechenland und Spanien dürfte für die Modellsimulationen eine Rolle spielen, dass die Produktion während der Pandemie besonders drastisch einbrach. Die Slowakei und Tschechien sind über ihre exportorientierte Automobilproduktion besonders stark von weltwirtschaftlichen Nachfrageschwankungen abhängig. Die deutsche Produktion wird vom weltwirtschaftlichen Schock zwar deutlich stärker als die Chinas und der USA, aber etwas weniger als im Durchschnitt der in dieser Studie betrachteten europäischen Ländergruppe getroffen. Hier dürfte sich auch niederschlagen, dass der pandemiebedingte Produktionseinbruch im Jahr 2020 in Deutschland weniger drastisch als in vielen anderen Ländern, etwa in Frankreich, Spanien oder Großbritannien, ausfiel.

## 5.2 Länderspezifische Stressszenarien für das Jahr 2026

Die Analyse der Risikoszenarien in Abschnitt 5.1 hat gezeigt, wie stark die einzelnen Länder von einem weltwirtschaftlichen Konjunktureinbruch betroffen wären. So liegt das deutsche Bruttoinlandsprodukt im Fall einer schweren weltwirtschaftlichen Krise im Jahr 2025 3,4 Prozentpunkte unter dem Niveau im Basisszenario. Von Interesse ist aber auch, wie tief eine typische länderspezifische Krise in den einzelnen Volkswirtschaften ausfällt. Zur Beantwortung dieser Frage wird für jedes Land das Szenario einer schweren Krise gezeichnet. Es ist dadurch gekennzeichnet, dass mit einer noch schwächeren Entwicklung in dem betreffenden Land nur mit

einer Wahrscheinlichkeit von 1% zu rechnen ist. Maßstab ist die Jahreszuwachsrate des Bruttoinlandsproduktes in dem Land. Um abzuschätzen, wie sich Industrieproduktion, Arbeitslosenquote, privater Konsum und Inflation entwickeln, wird für jedes Land eine spezifische Simulation des Weltmodells vorgenommen. Dabei wird in die Nachfragegleichung des Landes ein allgemeiner Nachfrageschock eingebaut, so dass unter Berücksichtigung der internationalen Verflechtungen das reale Bruttoinlandsprodukt des Landes auf dem 1%-Konfidenzband zu liegen kommt.

Die Ergebnisse der länderspezifischen Simulationen finden sich in der Tabelle A.3. Zunächst ist festzustellen, dass es im Fall länderspezifischer Schocks im dem dem Schock folgenden Jahr zu einer erheblich kräftigeren Erholung kommt als im globalen Risikoszenario. Hier schlägt sich nieder, dass im Fall länderspezifischer Schocks eine stabile Konjunktur im Ausland hilft, die heimische Konjunktur wieder zu normalisieren.

Vergleicht man die Werte für die Veränderung des Bruttoinlandsprodukts mit denen des Basisszenarios für die einzelnen Länder, ist wie schon für die globalen Risikoszenarien festzustellen, dass schwere und mittelschwere Konjunktureinbrüche in Irland, Griechenland, der Slowakei und Tschechien sowie in Spanien mit besonders hohen Produktionsverlusten einhergehen. Die Schweiz, Frankreich und Belgien zeichnen sich durch eine besonders hohe Stabilität aus. Deutschland ist, mit einem Produktionsverlust in Relation zum Basisszenario von 4,7 Prozentpunkten, in etwa so stabil wie Italien oder Polen.

Die länderspezifischen Szenarien erlauben auch eine Antwort auf die Frage, wie stark die deutsche Wirtschaft von dem Wirtschaftseinbruch eines bestimmten Landes aus dem europäischen Länderkreis betroffen ist. Es zeigt sich, dass die Produktionsverluste für Deutschland im Krisenjahr mit 0,5 Prozentpunkten besonders hoch sind, wenn es zu einer schweren Rezession in einem der folgenden Länder kommt: Frankreich, Italien, Spanien, Polen und die Niederlande. Umgekehrt führt ein schwerer konjunktureller Einbruch in Deutschland ($-4{,}7$ Prozentpunkte gegenüber dem Basisszenario) zu einem spürbaren Rückgang des Produktionszuwachses, der für Tschechien ($-1{,}9$), Österreich ($-1{,}7$), Spanien ($-1{,}5$) sowie Dänemark, die Slowakei und Luxemburg ($-1{,}4$) besonders hoch ausfällt. Frankreich verliert 1,3 Prozentpunkte, Italien 1,2. Am wenigsten sind Irland ($-0{,}4$), Griechenland und die Schweiz (je $-0{,}5$) betroffen.

### 5.3 Szenario eines mehrjährig andauernden Schocks

Abschließend wird das Szenario einer mehrjährigen Krise simuliert, wie sie von den gegenwärtigen geopolitischen Spannungen ausgelöst werden könnte. Dabei geht es um die wirtschaftlichen Folgen der Unterbrechung von Lieferketten und Handelswegen oder deren Umlenkung. Zudem werden die Folgen einer abrupten Verknappung von Energieträgern simuliert, ein Szenario, das gegenwärtig der Wirklichkeit recht nahekommt. Denn nach dreieinhalb Jahren Krieg gegen die Ukraine könnten große Teile des russischen Erdölexports, der zuletzt immerhin noch etwa 7% des weltweiten Gesamtangebots ausgemacht hat, aufgrund der erneuten Sanktionen, aber auch wegen des Rückgangs von Förderkapazitäten aufgrund ukrainischer Luftschläge, vom Weltmarkt verschwinden. Die Folge wäre ein deutlicher Anstieg der Energiepreise.

Der Ukrainekrieg kann auch als ein Nebenschauplatz des Großkonflikts zwischen den USA und China betrachtet werden. Auch die gegenwärtige Außenhandelspolitik der USA erklärt sich zum Teil aus dieser Konfliktlage. Denn neben der Erzielung von Zolleinnahmen geht es der US-Regierung um die Stärkung der heimischen In-

dustrie, vor allem gegenüber der chinesischen Konkurrenz. Ein Risiko ist deshalb, dass der US-Markt den chinesischen Exporteuren vollkommen verschlossen wird, und dass die europäische Politik aufgrund der großen Abhängigkeit Europas von chinesischen Vorprodukten und der chinesischen Endnachfrage eine Umleitung chinesischer Exporte von den USA nach Europa hinnimmt.

Schließlich ist ein Rückgang europäischer Exporte in die USA auch deshalb denkbar, weil der Deal zwischen den USA und Europa die Zusicherung von europäischer Seite beinhaltet, auf eine Ausweitung europäischer Investitionen in die USA hinzuwirken. Kommt Europa dem aus Sicht der US-Regierung nicht ausreichend nach, kann dies als Anlass zu weiteren Zollerhöhungen genommen werden. Darüber hinaus könnte auch die Unterbrechung von Zulieferketten im Zug eines verschärften Handelskonflikts Chinas nicht nur mit den USA, sondern mit dem gesamten Westen, den in diesem Abschnitt modellierten Rückgang der europäischen Exporte auslösen.

Für die Staaten der Europäischen Union wird ein Bündel externer Störungen so kalibriert, dass die Ausfuhren der Europäischen Union insgesamt um 4% unter den Verlauf des Basisszenarios fallen. Zudem fällt das reale Bruttoinlandsprodukt infolge eines Importschubs aus China um ein Prozent niedriger aus. Denkbar ist ein solcher Schock, weil die hohen Überkapazitäten in China kurzfristig wohl nur über eine aggressive Außenhandelspolitik abgebaut werden können. Zusätzlich wird ein Anstieg der Energiepreise um 40% unterstellt. Ein solcher Schock wäre nicht beispiellos, denn in etwa um so viel lag der Ölpreis in den Jahren 2010 bis 2012 über seinem Niveau von 2009. Sämtliche Störungen setzen im ersten Quartal des Jahres 2026 ein.

Der handelspolitische Schock besteht aus einer Anhebung der Einfuhrzölle der Vereinigten Staaten von Amerika gegenüber der Europäischen Union, die über den gesamten Zeitraum von 2026 bis einschließlich 2028 konstant anhält und damit die verbleibende Amtszeit der betreffenden Regierung realistisch widerspiegelt. Der Energiepreisschock beträgt im Kalenderjahr 2026 durchgehend 40%; ab Beginn des Jahres 2027 gehen die Energiepreise fortlaufend zurück und nähern sich bis Ende des Jahres 2028 wieder dem Niveau des Basisszenarios an. Parallel dazu werden in China bestehende Überkapazitäten im Verlauf des Jahres 2026 abgebaut, was über die internationalen Nachfrageströme dämpfend auf die wirtschaftliche Aktivität in Europa wirkt.

Operativ wird das Szenario über additive Störgrößen in die partnergewichtete Auslandsnachfrage sowie in die preisbestimmenden Blöcke des Modells eingespeist; die Exporte und die übrigen Verwendungsaggregate folgen den aus der Produktion abgeleiteten Pfaden in den Fehlerkorrekturgleichungen. Die Intensität ist für jede der Störgrößen separat so eingestellt, dass sich unter Berücksichtigung der internationalen Rückkopplungen – über Handel, Preise, Wechselkurse und die endogenen Reaktionen der Geldpolitik – genau die genannten Zielreaktionen ergeben. Damit zeichnet das Szenario ein konsistentes Bild der Betroffenheit Europas in einem Umfeld erhöhter Einfuhrzölle, vorübergehend stark verteuerter Energieträger und einer Normalisierung der Produktionskapazitäten in China.

In diesem Risikoszenario geht die Produktion in den ersten beiden Jahren nach Eintreten des Schocks deutlich zurück, in Deutschland um 2,0% im Jahr 2026 und um 0,8% im Jahr darauf. Auch im Jahr 2028 ist die Produktion noch leicht rückläufig. Danach setzt zögerlich eine Erholung ein. Werden die Produktionsverluste von 2026 bis 2028 summiert, zeigt sich, dass Tschechien, Spanien, die Slowakei, Irland und die Niederlande besonders heftig getroffen werden, Volkswirtschaften, die in besonderem Maß von ihren Ex-

portindustrien abhängen, oder, insbesondere im Fall Spaniens, die typischerweise besonders volatil sind. Generell ist der Produktionsrückgang im ersten Jahr allerdings deutlich weniger stark als im schweren Negativszenario. Dass im Rahmen des Weltmodells die kurzfristigen Produktionseinbrüche mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit noch deutlich tiefer ausfallen können als im beschriebenen mehrjährigen Szenario, ist auf die drastischen Einbrüche in der Finanzkrise und in der Pandemie zurückzuführen. In der Finanzkrise spielte eine tiefgreifende Verunsicherung von Unternehmen und Haushalten eine wichtige Rolle, im Fall der Pandemie waren es exogene Produktionsbeschränkungen. In engerem Sinn ökonomische Schocks wie die im mehrjährigen Negativszenario unterstellten führen im Rahmen des Weltmodells zu nicht ganz so drastischen Einbrüchen.

Zudem werden die negativen Schocks im mehrjährigen Negativszenario durch sinkende Realzinsen gedämpft. Die Kurzfristzinsen sind im Fall Deutschlands aufgrund der geldpolitischen Reaktion auf die Krise im Jahr 2026 um 0,3 und im Jahr 2027 um 1,3 Prozentpunkte niedriger als im Basisszenario, die Inflationsrate steigt dagegen wegen des Energiepreisanstiegs im Jahr 2026 um einen Prozentpunkt, und in den Folgejahren ist sie nur etwas niedriger als im Basisszenario. Die Langfristzinsen gehen in den Krisenjahren weniger stark als die Kurzfristzinsen zurück, der Zinsspread wird also größer. In den Jahren nach dem Schock sinkt die Inflation wieder auf zuvor übliche Niveaus, während die Kurzfristzinsen deutlich unterschießen, denn die Volkswirtschaften befinden sich noch in der Unterauslastung, weil die Produktion nur verhalten zunimmt.

## Literaturverzeichnis


Campbell, John Y., Shiller, Robert J. (1987), Cointegration and Tests of Present Value Models, *Journal of Political Economy* **95**(5), 1062–88.

Dornbusch, Rüdiger. (1987), Exchange Rates and Prices, *American Economic Review* **77**(1), 93–106.

Franzoni, F., Mariassunta, G., Tubaldi, G. (2023), Supply Chain Shortages, Large Firms' Market Power, and Inflation, *CEPR Discussion Paper* **18574**.

Giesen, S., Holtemöller, O., Scharff, J., Scheufele, R. (2012), The Halle Economic Projection Model, *Economic Modelling* **29**, 1461–1472.

Hodrick, Robert J., Prescott, Edward C. (1997), Post-war U.S. business cycles: A descriptive empirical investigation, *Journal of Money, Credit, and Banking* **29**, 1–16.

International Monetary Fund: World Economic Outlook (2024), Policy Pivot, Rising Threats, Washington D.C.

OECD Economic Outlook, Interim Report (2023), Confronting Inflation and Low Growth, Paris.

Officer, Lawrence H. (1976), The Productivity Bias in Purchasing Power Parity: An Econometric Investigation, *Staff Papers (International Monetary Fund)* **23**(3), 545–579.

Gemeinschaftsdiagnose (2025), Expansive Finanzpolitik kaschiert Wachstumsschwäche, *Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose* 2025, Berlin.

Rogoff, Kenneth. (1996), The Purchasing Power Parity Puzzle, *Journal of Economic Literature* **34**, 647–68.

# A Tabellen

Tabelle A.1: Prognose – Basisszenario (Auszug)

| | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Reales BIP** | | | | | | |
| Deutschland | 0.3 | 1.0 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| Belgien | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| Brasilien | 2.4 | 1.9 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.5 |
| China | 4.9 | 4.3 | 4.3 | 4.1 | 3.8 | 3.4 |
| Dänemark | 1.6 | 2.1 | 2.1 | 1.8 | 1.5 | 1.4 |
| Frankreich | 0.7 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| Griechenland | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |
| Großbritannien | 1.5 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.4 |
| Indien | 6.6 | 6.2 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.4 |
| Irland | 12.1 | 0.5 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.3 |
| Italien | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| Japan | 1.2 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| Kanada | 1.2 | 1.3 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.6 |
| Luxemburg | 0.6 | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.1 |
| Niederlande | 1.5 | 1.0 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| Norwegen | 0.2 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| Österreich | 0.4 | 0.8 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| Polen | 3.4 | 3.2 | 3.2 | 3.0 | 2.9 | 2.8 |
| Portugal | 1.6 | 2.0 | 2.2 | 1.8 | 1.9 | 1.9 |
| Schweden | 1.2 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| Slowakei | 0.8 | 2.1 | 2.8 | 2.6 | 2.4 | 2.3 |
| Spanien | 2.8 | 2.3 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |
| Südkorea | 0.8 | 1.9 | 2.2 | 2.3 | 2.1 | 1.9 |
| Tschechien | 2.3 | 2.1 | 2.5 | 2.2 | 2.2 | 2.1 |
| Schweiz | 1.4 | 1.1 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.6 |
| USA | 1.8 | 1.7 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 |
| Welt[1] | 2.5 | 2.3 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.3 |
| Europa[2] | 1.4 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |

Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in Prozent (um Kalendereffekte bereinigt, außer für China, Indien, Japan, Kanada, Südkorea, und USA).

1 Gewichteter Durchschnitt aller modellierten Länder. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2024 in US-Dollar.

2 Gewichteter Durchschnitt aus Deutschland, Belgien, Dänemark, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2024 in US-Dollar.

*Quellen:* Nationale Statistikämter; Internationaler Währungsfonds; Prognosen des IWH.

Tabelle A.2: Prognose – Schweres globales Negativszenario (Auszug)

| | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Reales BIP** | | | | | | |
| Deutschland | 0.3 | -3.0 | 1.1 | 3.0 | 1.9 | 1.3 |
| Belgien | 0.9 | -2.4 | 1.4 | 2.7 | 2.1 | 1.7 |
| Brasilien | 2.4 | -0.6 | 2.9 | 3.9 | 3.0 | 2.8 |
| China | 4.9 | 3.6 | 5.2 | 4.3 | 3.6 | 3.3 |
| Dänemark | 1.6 | -2.8 | 2.1 | 4.0 | 2.7 | 2.1 |
| Frankreich | 0.7 | -3.0 | 1.6 | 2.9 | 2.1 | 1.7 |
| Griechenland | 1.9 | -4.2 | -2.4 | 3.5 | 3.8 | 3.4 |
| Großbritannien | 1.5 | -4.2 | 1.0 | 4.0 | 2.8 | 2.2 |
| Indien | 6.6 | 2.3 | 8.0 | 8.4 | 6.9 | 6.4 |
| Irland | 12.1 | -8.1 | 0.7 | 6.9 | 5.2 | 3.9 |
| Italien | 0.6 | -4.1 | 0.8 | 3.2 | 2.0 | 1.4 |
| Japan | 1.2 | -2.9 | 0.8 | 2.3 | 1.4 | 0.9 |
| Kanada | 1.2 | -2.1 | 1.8 | 3.5 | 2.4 | 1.9 |
| Luxemburg | 0.6 | -3.6 | 2.3 | 5.0 | 3.5 | 2.9 |
| Niederlande | 1.5 | -3.3 | 0.3 | 3.5 | 2.7 | 2.0 |
| Norwegen | 0.2 | -2.4 | 1.2 | 2.9 | 2.2 | 1.8 |
| Österreich | 0.4 | -4.0 | 1.3 | 3.3 | 2.2 | 1.6 |
| Polen | 3.4 | -0.6 | 1.9 | 4.7 | 4.2 | 3.6 |
| Portugal | 1.6 | -3.5 | 1.5 | 4.5 | 3.4 | 2.8 |
| Schweden | 1.2 | -2.8 | 1.6 | 4.1 | 3.0 | 2.3 |
| Slowakei | 0.8 | -5.0 | 0.8 | 5.8 | 4.6 | 3.7 |
| Spanien | 2.8 | -4.2 | 0.2 | 5.0 | 3.7 | 2.8 |
| Südkorea | 0.8 | -1.1 | 2.3 | 4.0 | 2.8 | 2.2 |
| Tschechien | 2.3 | -4.5 | -1.9 | 4.9 | 4.9 | 4.1 |
| Schweiz | 1.4 | -1.4 | 1.7 | 2.9 | 2.2 | 1.9 |
| USA | 1.8 | -1.5 | 2.1 | 3.5 | 2.7 | 2.2 |
| Welt[1] | 2.5 | -1.0 | 2.6 | 4.0 | 3.1 | 2.6 |
| Europa[2] | 1.4 | -3.4 | 1.0 | 3.6 | 2.6 | 2.0 |

Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in Prozent (um Kalendereffekte bereinigt, außer für China, Indien, Japan, Kanada, Südkorea, und USA).

1 Gewichteter Durchschnitt aller modellierten Länder. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2024 in US-Dollar.

2 Gewichteter Durchschnitt aus Deutschland, Belgien, Dänemark, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2024 in US-Dollar.

*Quellen:* Nationale Statistikämter; Internationaler Währungsfonds; Prognosen des IWH.

Tabelle A.3: Prognose – Schweres länderspezifisches Negativszenario (Auszug)

| | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Reales BIP** | | | | | | |
| Deutschland | 0.3 | -3.7 | 4.0 | 2.6 | 1.3 | 0.9 |
| Belgien | 0.9 | -2.3 | 3.8 | 1.9 | 1.4 | 1.3 |
| Dänemark | 1.6 | -3.2 | 6.2 | 3.1 | 1.7 | 1.5 |
| Frankreich | 0.7 | -2.7 | 4.4 | 1.7 | 1.4 | 1.3 |
| Griechenland | 1.9 | -6.1 | 0.0 | 5.9 | 4.3 | 3.2 |
| Großbritannien | 1.5 | -3.7 | 5.1 | 2.7 | 1.5 | 1.4 |
| Irland | 12.1 | -14.1 | 0.8 | 10.9 | 6.9 | 4.7 |
| Italien | 0.6 | -4.1 | 4.5 | 2.2 | 1.0 | 0.9 |
| Luxemburg | 0.6 | -4.9 | 6.5 | 5.0 | 2.6 | 2.2 |
| Niederlande | 1.5 | -3.4 | 3.3 | 3.3 | 1.8 | 1.5 |
| Norwegen | 0.2 | -2.8 | 4.2 | 2.3 | 1.5 | 1.4 |
| Österreich | 0.4 | -3.8 | 5.0 | 2.0 | 1.2 | 1.1 |
| Polen | 3.4 | -1.3 | 4.4 | 5.2 | 3.6 | 3.1 |
| Portugal | 1.6 | -3.9 | 5.9 | 3.8 | 2.3 | 2.0 |
| Schweden | 1.2 | -3.1 | 5.3 | 3.4 | 2.0 | 1.7 |
| Slowakei | 0.8 | -5.7 | 6.5 | 6.1 | 3.2 | 2.5 |
| Spanien | 2.8 | -4.4 | 4.6 | 4.7 | 2.4 | 1.9 |
| Tschechien | 2.3 | -4.8 | 2.7 | 5.9 | 3.7 | 2.8 |
| Schweiz | 1.4 | -1.8 | 3.5 | 2.7 | 1.7 | 1.7 |

Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in Prozent (um Kalendereffekte bereinigt).
*Quellen:* Nationale Statistikämter; Prognosen des IWH.

Tabelle A.4: Prognose – Szenario mehrjährig andauernder Schocks (Auszug)

| | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Reales BIP** | | | | | | |
| Deutschland | 0.3 | -1.0 | 0.5 | 1.0 | 2.4 | 1.7 |
| Belgien | 0.9 | -0.9 | 0.7 | 1.3 | 2.7 | 1.9 |
| Brasilien | 2.4 | 2.2 | 2.7 | 2.3 | 1.9 | 2.2 |
| China | 4.9 | 4.4 | 4.4 | 4.1 | 3.8 | 3.3 |
| Dänemark | 1.6 | -0.3 | 1.2 | 1.7 | 3.2 | 2.5 |
| Frankreich | 0.7 | -1.4 | 0.8 | 1.2 | 2.9 | 1.9 |
| Griechenland | 1.9 | 1.0 | 0.4 | 0.9 | 1.9 | 2.4 |
| Großbritannien | 1.5 | -0.3 | 0.7 | 1.3 | 2.1 | 2.3 |
| Indien | 6.6 | 6.1 | 6.4 | 6.6 | 6.5 | 6.3 |
| Irland | 12.1 | -1.0 | 1.0 | 1.8 | 3.2 | 3.4 |
| Italien | 0.6 | -1.8 | 0.2 | 0.7 | 2.8 | 1.8 |
| Japan | 1.2 | 0.0 | 0.6 | 0.5 | 0.8 | 0.9 |
| Kanada | 1.2 | 0.7 | 1.3 | 1.5 | 2.0 | 2.0 |
| Luxemburg | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 2.2 | 3.4 | 3.1 |
| Niederlande | 1.5 | -1.3 | 0.0 | 1.1 | 3.0 | 2.6 |
| Norwegen | 0.2 | 0.1 | 0.6 | 1.3 | 1.9 | 1.9 |
| Österreich | 0.4 | -1.5 | 0.6 | 1.1 | 2.7 | 1.8 |
| Polen | 3.4 | 2.1 | 2.1 | 2.6 | 3.5 | 3.6 |
| Portugal | 1.6 | -0.2 | 0.8 | 1.6 | 3.4 | 3.2 |
| Schweden | 1.2 | 0.5 | 1.2 | 1.7 | 2.5 | 2.5 |
| Slowakei | 0.8 | 0.1 | 1.2 | 2.1 | 3.4 | 3.6 |
| Spanien | 2.8 | -0.5 | 0.0 | 1.3 | 3.6 | 3.4 |
| Südkorea | 0.8 | 1.4 | 2.0 | 2.3 | 2.3 | 2.2 |
| Tschechien | 2.3 | -0.1 | 0.1 | 1.2 | 3.0 | 3.8 |
| Schweiz | 1.4 | 0.6 | 1.4 | 1.6 | 1.9 | 1.9 |
| USA | 1.8 | 1.0 | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 2.2 |
| Welt[1] | 2.5 | 1.5 | 2.2 | 2.4 | 2.8 | 2.6 |
| Europa[2] | 1.4 | -0.7 | 0.6 | 1.2 | 2.7 | 2.3 |

Veränderungsraten gegenüber Vorjahr in Prozent (um Kalendereffekte bereinigt, außer für China, Indien, Japan, Kanada, Südkorea, und USA).

1 Gewichteter Durchschnitt aller modellierten Länder. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2024 in US-Dollar.

2 Gewichteter Durchschnitt aus Deutschland, Belgien, Dänemark, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien und Tschechien. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2024 in US-Dollar.

*Quellen:* Nationale Statistikämter; Internationaler Währungsfonds; Prognosen des IWH.

## B Dokumentation der Weiterentwicklungen am Modell

Durch die Kooperation des Leibniz-Instituts für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) mit der Volkswagen Bank GmbH und zuvor der Volkswagen Financial Services AG konnte das Internationale Konjunkturmodell des IWH schrittweise erweitert und verbessert werden. Es wird regelmäßig im Rahmen der IWH-Prognosen und der Gemeinschaftsdiagnose eingesetzt.

Das Modell wird regelmäßig Spezifikationstests unterzogen, um mögliche Verschlechterungen der Prognosegüte einzelner Modellgleichungen (z.B. durch Datenrevisionen) zu identifizieren. In diesem Zusammenhang werden gegebenenfalls Anpassungen hinsichtlich der verwendeten Variablen und Stützzeiträume vorgenommen.

Ein besonderer Schwerpunkt bei der Weiterentwicklung des Modells im laufenden Kalenderjahr war die Integration handelspolitischer Schocks, wie sie im Szenario mehrjährig andauernder Schocks simuliert worden sind.

## C Voranalyse zur Integration von Credit-Spread-Schocks

Für das Modell wurde die Möglichkeit der Integration von Credit-Spread-Schocks untersucht. Da die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Modell bereits endogen modelliert sind, werden zunächst die Sovereign Credit-Spread-Schocks untersucht, d.h. die Differenz zwischen den Zinssätzen, die ein Staat für die Ausgabe von Schuldtiteln zahlen muss, und den Zinssätzen, die als risikofrei gelten. Diese Schocks sind von besonderer Bedeutung, da sie die Kreditwürdigkeit eines Landes und die Finanzierungskosten des öffentlichen Sektors beeinflussen.

Die Auswirkungen von Credit-Spread-Schocks auf makroökonomische Variablen wie das Bruttoinlandsprodukt und die Inflation können erheblich sein. Sie ergeben sich zum Beispiel daraus, dass der Staat aufgrund höherer Finanzierungskosten Ausgaben verlagert. Ein Anstieg der Risikoprämien für Staatsanleihen kann auch zu höheren Finanzierungskosten für private Unternehmen führen, insbesondere in Ländern, in denen der Staat eine dominierende Rolle auf dem Kreditmarkt spielt oder die Banken stark in heimischen Staatsanleihen engagiert sind. Dies kann die Kreditvergabe an den privaten Sektor einschränken und zu einem Rückgang privater Investitionen führen.

In vielen Fällen führt ein Sovereign Credit-Spread-Schock zu einer Abwertung der Landeswährung, da Investoren Kapital abziehen. Eine schwächere Währung kann zu höheren Importpreisen und damit zu Inflation führen. Dies betrifft vor allem Länder, die stark von Importen abhängig sind. Ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wirkt sich dagegen tendenziell inflationsmindernd aus. Die Reaktion der Zentralbank auf einen Anstieg der Sovereign Spreads kann daher unterschiedlich ausfallen und entweder den Inflationsdruck erhöhen oder die Nachfrage zusätzlich dämpfen.

Die Auswirkungen von Credit-Spread-Schocks können zukünftig mit dem verwendeten Modell untersucht werden, indem die sich in den einzelnen Risikoszenarien endogen ergebenden Spreads zusätzlich exogen geschockt werden. Dazu werden die Credit Spreads in die Gleichungen für die Produktionslücke eines Landes integriert. Die Schocks können sich dabei an den Vorgaben für solche adversen Entwicklungen in den aufsichtlichen Stresstests der EBA orientieren.



Leibniz-Institut für
Wirtschaftsforschung Halle (IWH)

Kleine Märkerstraße 8
D-06108 Halle (Saale)

Postfach 11 03 61
D-06017 Halle (Saale)

Tel +49 345 7753 60
Fax +49 345 7753 820

www.iwh-halle.de

ISSN 2702-4733

Das IWH wird von Bund und Ländern gefördert.