

Internationales und Europäisches Umfeld

1 Weltwirtschaft vor neuen Herausforderungen

Die Weltwirtschaft expandierte im Schlussquartal 2024 erneut moderat. Dabei fiel das Wachstum regional sehr unterschiedlich aus. In den USA blieb die Konjunktur schwungvoll, und in China verstärkte sie sich dank staatlicher Stimuli und kräftiger Exporte etwas. Auch in Japan expandierte das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) lebhafter. Hingegen stieg die Wirtschaftsleistung im Euroraum nur leicht. Dahinter stand auch der Wegfall von Sondereffekten, die das Wachstum im Sommer gestützt hatten, wie beispielsweise die Olympischen Spiele in Paris. Im Vereinigten Königreich blieb die Konjunktur verhalten.

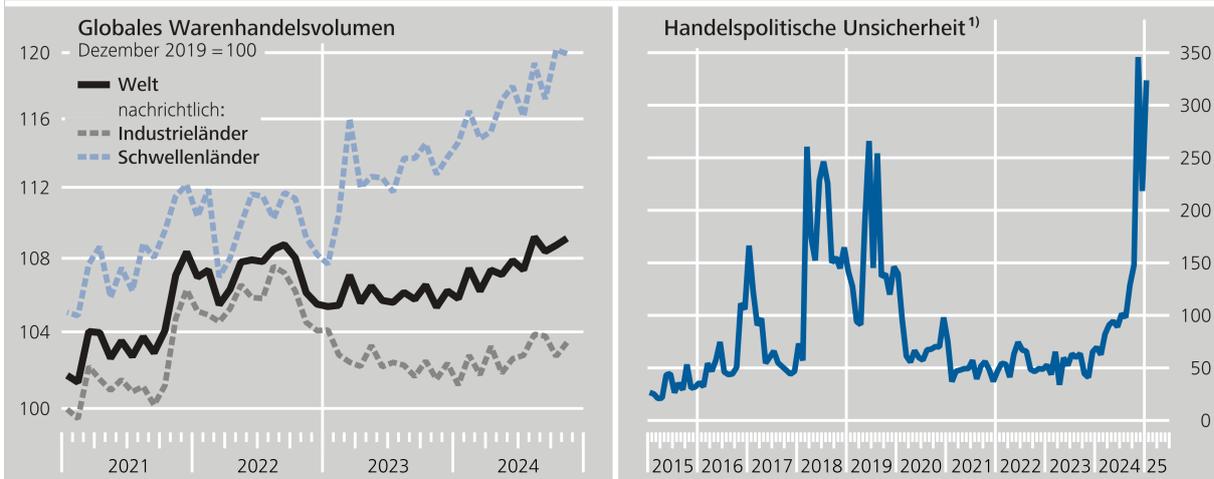
Auch die regionale Zweiteilung der Industriekonjunktur hielt im Herbst an. Global dürfte die industrielle Erzeugung im Schlussquartal 2024 recht kräftig expandiert haben. Ihr Wachstum wurde aber weiterhin vorwiegend von den Schwellenländern getragen. In den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieb die Industriekonjunktur kraftlos. Auch die Warenexporte zogen nur in der Gruppe der Schwellenländer an. Vermutlich trug hierzu die Erwartung höherer Importzölle der USA bei.

Der verschärfte handelspolitische Kurs der USA könnte den Welthandel und die globale Konjunktur deutlich belasten. Nach seinem Amtsantritt intensivierte US-Präsident Trump die Zolldrohungen gegen Kanada und Mexiko, den wichtigsten Handelspartnern der USA. Gegenüber China wurden die US-Importzölle bereits angehoben, wenn auch bislang bei Weitem nicht so stark wie vor der Präsidentschaftswahl angekündigt. Jüngst beschloss die US-Regierung außerdem Zusatzzölle auf sämtliche Einfuhren von Stahl und Aluminium und stellte darüber hinaus breit angelegte Zollerhebungen gegenüber vielen Handelspartnern in Aussicht. Derartige Schritte der USA könnten Vergeltungsmaßnahmen der betroffenen Länder provozieren. Für diesen Fall kündigten die USA an, mit weiteren Zollschritten zu reagieren. Dies könnte sich zu schwerwiegenden Handelskonflikten aufschaukeln. Vor diesem Hintergrund stieg die handelspolitische Unsicherheit weltweit erheblich an. Allein die erhöhte Unsicherheit könnte die globale Konjunktur bereits dämpfen.

Globaler Warenhandel und handelspolitische Unsicherheit

Schaubild 1.1

Monatswerte



Quellen: CPB, M. Iacoviello, Haver Analytics und eigene Berechnungen. ¹⁾ Basierend auf Textanalysen ausgewählter englischsprachiger Tageszeitungen. Ein Wert von 100 bedeutet, dass 1% aller Zeitungsartikel handelspolitische Unsicherheit thematisieren.
 Deutsche Bundesbank

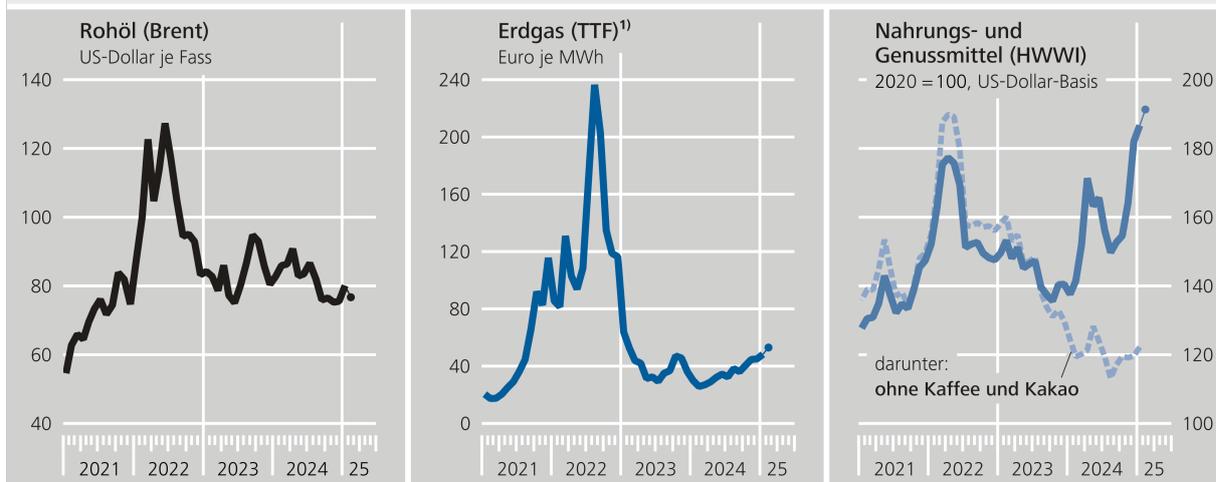
Vor einer handelspolitischen Eskalation warnte auch der IWF in seinem turnusmäßigen Update vom Januar 2025. Laut dem IWF würde eine neue Welle von Zöllen Investitionen dämpfen, Handelsströme verzerren und Lieferketten stören.¹⁾ Das Wirtschaftswachstum könnte sowohl kurz- als auch mittelfristig beeinträchtigt werden. Im aktuellen Umfeld mit noch immer leicht erhöhten Inflationserwartungen und vielerorts hoher Kapazitätsauslastung sei zudem mit vergleichsweise starken inflationären Effekten zu rechnen. Seine globale Wachstumsprognose, in der handels- und wirtschaftspolitische Maßnahmen der neuen US-Regierung noch nicht berücksichtigt wurden, hob der IWF für dieses Jahr leicht auf 3,3 % an. Für 2026 beließ er sie bei 3,3 %. Auch an seinem Inflationsausblick hielt der IWF-Stab weitgehend fest. Demnach werde der Verbraucherpreisanstieg in der Gruppe der Industrieländer im laufenden Jahr auf 2,1 % zurückgehen.

1 Vgl.: Internationaler Währungsfonds (2025).

Rohstoffpreise

Schaubild 1.2

Monatsdurchschnitte



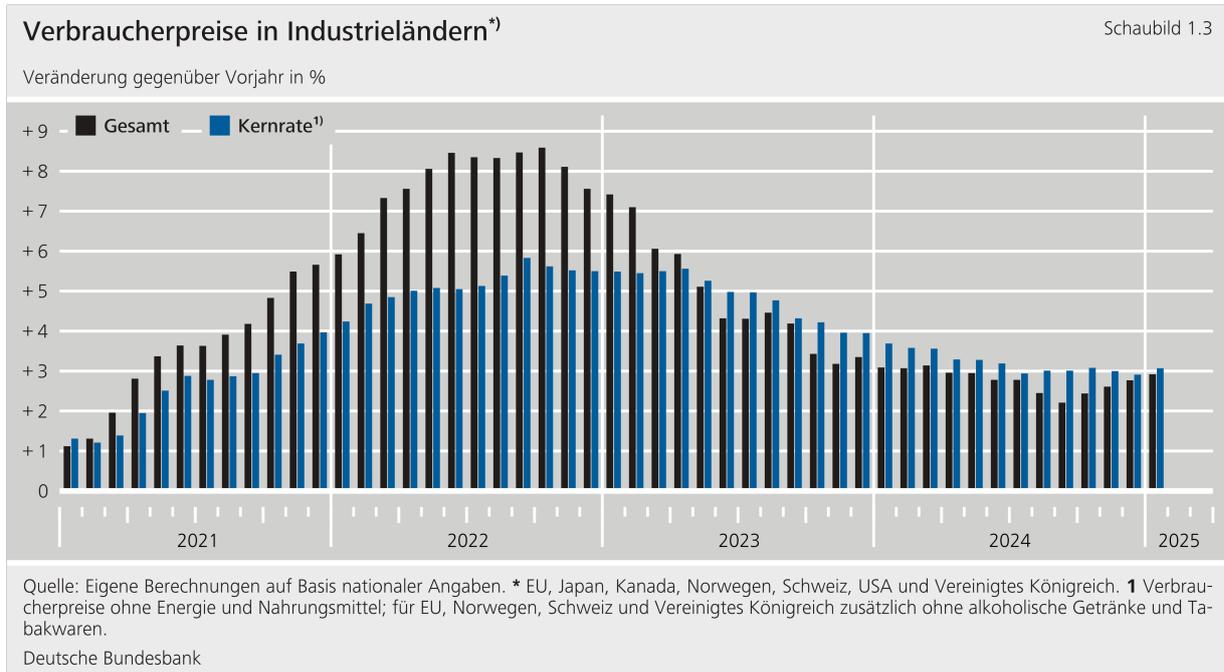
Quellen: LSEG, EEX und HWWI. • Letzter Stand: Durchschnitt 1. bis 19. Februar 2025 (Rohöl und Erdgas) beziehungsweise Durchschnitt 1. bis 14. Februar 2025 (Nahrungs- und Genussmittel). ¹⁾ Preis für nächstfälligen Terminkontrakt.

Deutsche Bundesbank

Die Preise von Energierohstoffen zogen zeitweise spürbar an. Anhaltende Förderkürzungen der OPEC und ihrer Partner sowie neue US-Sanktionen gegen den russischen Ölsektor trieben die Ölpreise zu Beginn des Jahres 2025 in die Höhe (vgl. Exkurs „Zu den Auswirkungen westlicher Sanktionen gegen russische Ölexporte“). Seitdem gaben die Ölnotierungen jedoch wieder spürbar nach. Vermutlich trugen die Appelle der neuen US-Administration zur Ausweitung der Ölförderung in den USA und in den OPEC-Ländern maßgeblich dazu bei. Gleichzeitig dürften die sich abzeichnenden handelspolitischen Konflikte die Aussichten für die globale Ölnachfrage eintrüben. Vor diesem Hintergrund geht die Internationale Energieagentur (IEA) derzeit davon aus, dass die globalen Ölmärkte 2025 gut versorgt sein werden.²⁾ Zum Abschluss dieses Berichts kostete Rohöl der Sorte Brent 78 US-\$ je Fass und damit nur geringfügig mehr als im November. Die europäischen Gaspreise (TTF) stiegen hingegen in der Tendenz merklich an und notierten mit 49 € je Megawattstunde deutlich höher als noch vor einem Jahr. Maßgeblich für den Anstieg dürfte neben ungünstigeren Witterungsbedingungen, die mit einer höheren Gasnachfrage einhergehen, das Auslaufen des Gastransits durch die Ukraine gewesen sein. In der Folge sind die europäischen Gasspeicher derzeit mit 43 % wesentlich niedriger befüllt als im Vorjahr. Neben den Energierohstoffpreisen zogen

²⁾ Vgl.: Internationale Energieagentur (2025).

auch die Nahrungsmittelrohstoffpreise zuletzt spürbar an, vor allem für Kaffee und Kakao.



Der Disinflationprozess machte zuletzt kaum mehr Fortschritte. In der Gruppe der Industrieländer verstärkte sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Januar 2025 auf 2,9 % binnen Jahresfrist, verglichen mit 2,4 % im Oktober 2024. Ausschlaggebend dafür waren Basiseffekte sowie der jüngste Anstieg der Energiepreise. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Kernrate verharrte im gleichen Zeitraum bei 3,1 %. Insbesondere im Bereich der Dienstleistungen blieb der Preisauftrieb hartnäckig hoch.

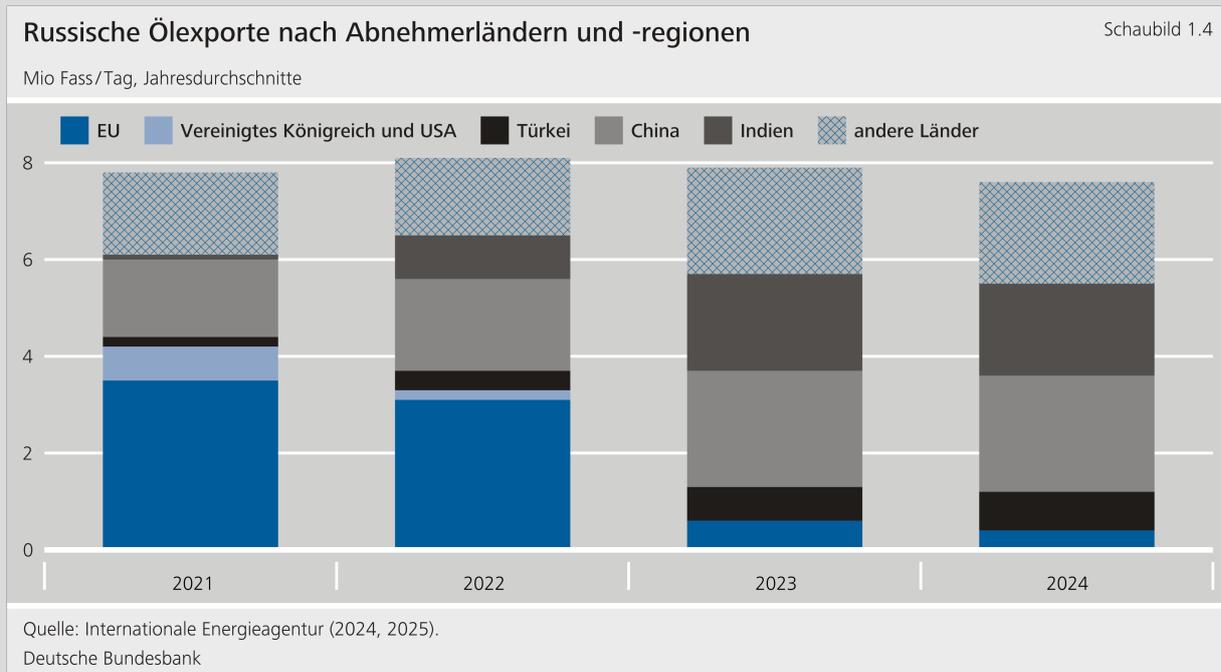
Zu den Auswirkungen westlicher Sanktionen gegen russische Ölexporte

Nach dem Beginn des Angriffskrieges Russlands gegen die Ukraine verhängte eine internationale Koalition westlicher Staaten, darunter die EU, die USA und das Vereinigte Königreich, zahlreiche Sanktionen gegen den russischen Ölsektor. Zu den wichtigsten Maßnahmen zählten dabei das EU-Ölembargo sowie der G7-Preisdeckel für russische Ölexporte. Das EU-Ölembargo untersagt europäischen Unternehmen den Import von russischem Rohöl (seit Dezember 2022) und Mineralölprodukten (seit Februar 2023) über den Seeweg.¹⁾ Der parallel eingeführte G7-Preisdeckel verbietet westlichen Unternehmen die Beteiligung an maritimen Transporten russischen Öls, wenn der Preis des transportierten Öls oberhalb einer von den G7-Mitgliedern festgelegten Grenze liegt.²⁾ Ziel dieser Maßnahmen ist es, die Öleinnahmen Russlands zu beschneiden und Europas Abhängigkeit von russischen Ölimporten zu verringern, ohne größere Verwerfungen auf den globalen Ölmärkten auszulösen.

Die Maßnahmen änderten zwar die Zielrichtung der russischen Ölexporte, hatten aber kaum Auswirkungen auf die Exportmengen. Während Russland 2021 noch knapp die Hälfte seiner Exporte von Rohöl und Mineralölprodukten in die EU lieferte, ging dieser Anteil seit Beginn des Krieges drastisch zurück und fiel bis 2024 auf nur noch 5 %.³⁾ Zum Ausgleich beziehen die EU-Staaten seitdem verstärkt Öl aus den USA, Norwegen, Kasachstan, Indien und dem Nahen Osten.⁴⁾ Russland wiederum fand für sein Öl insbesondere in Indien, aber auch in China und der Türkei neue Abnehmer.

-
- 1 Importe via Pipeline, wie zum Beispiel über die Druschba-Pipeline, sind jedoch weiterhin erlaubt. Sie machten vor Kriegsbeginn rund 20 % der Ölimporte der EU aus Russland aus. Inzwischen haben sie ebenfalls deutlich abgenommen, da sich beispielsweise Deutschland seit 2023 verpflichtet hat, kein russisches Öl mehr abzunehmen.
 - 2 Für russisches Rohöl wurde der Preisdeckel bei 60 US-\$ pro Fass festgesetzt, für höherwertige Mineralölprodukte wie Diesel und Benzin bei 100 US-\$ pro Fass, für weniger hochwertige Produkte wie Heizöl bei 45 US-\$ je Fass.
 - 3 Vgl.: Internationale Energieagentur (2024, 2025).
 - 4 Indien spielt dabei eine spezielle Rolle: Es importiert seit Kriegsbeginn erhebliche zusätzliche Mengen an Rohöl aus Russland, verarbeitet diese dann zu Mineralölprodukten und exportiert Letztere dann unter anderem nach Europa.

Insgesamt betrachtet sanken die russischen Ölexportmengen nur geringfügig.⁵⁾



Vor diesem Hintergrund hielten sich die Auswirkungen der westlichen Sanktionen auf die globalen Ölpreise in engen Grenzen. Unmittelbar nach Ausbruch des Krieges waren die Ölpreise aus Sorge um größere Angebotsausfälle sprunghaft gestiegen. Als sich abzeichnete, dass dem globalen Ölmarkt kaum Öl entzogen werden würde, normalisierten sich die Preise wieder.

Allerdings mussten Russlands Exporteure für den Verkauf ihres Öls Preisabschläge gegenüber anderen Ölsorten hinnehmen. Im Mittel betragen diese seit Kriegsbeginn laut Angaben des Datenanbieters LSEG rund 15 US-\$ je Fass. Ursächlich dafür dürften die mit der Umlenkung verbundenen höheren Kosten und Risikoprämien für den Transport russischen Öls sowie die Marktmacht der verbliebenen Abnehmer sein.⁶⁾

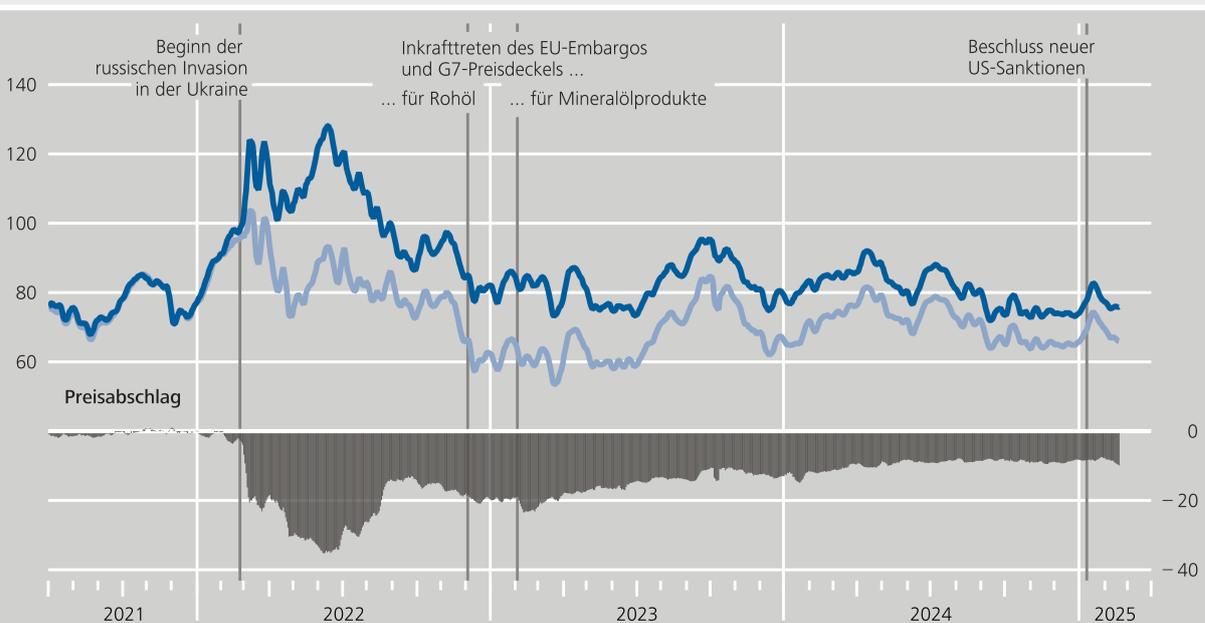
5 2024 exportierte Russland laut IEA 7,6 Millionen Fass pro Tag, verglichen mit 7,8 Millionen Fass pro Tag im Jahr 2021 (vgl.: Internationale Energieagentur (2024, 2025)).

6 Vgl. beispielsweise: Wolfram (2024) sowie Kilian et al. (2025).

Internationale Rohölpreise

Schaubild 1.5

US-Dollar je Fass, gleitende Fünftagesmittel — Brent — Russisches Öl¹⁾



Quelle: LSEG und eigene Berechnungen. ¹ Ungewichtetes Mittel der Preise für Urals (FOB, Primorsk) und ESPO (FOB).

Deutsche Bundesbank

Den G7-Preisdeckel umging Russland weitgehend durch den Aufbau einer "Schattenflotte". Die Schattenflotte umfasst Schiffe, die außerhalb des westlichen, international anerkannten Versicherungsregimes operieren. Russland wickelt damit inzwischen einen Großteil seiner Ölexporte auf dem Seeweg ab. Dadurch kann es sein Öl oberhalb der von dem G7-Preisdeckel vorgegebenen Preisobergrenze verkaufen. Auch sanken die Preisabschläge für russische Ölsorten wieder.

Vor diesem Hintergrund blieben die russischen Einnahmen aus Ölexporten bis zuletzt auf einem relativ hohen Niveau. Laut IEA waren sie 2024 mit rund 189 Mrd US-\$ nur wenig geringer als vor Kriegsbeginn.⁷⁾ Entsprechend erzielt Russland aus Ölexporten noch immer hohe Einnahmen für den Staatshaushalt und für die Kriegsführung.⁸⁾

7 Vgl.: Internationale Energieagentur (2024, 2025). Dabei ist zu berücksichtigen, dass die globalen Ölpreise 2024 rund 15 % höher lagen als 2019, und Russland ohne die Sanktionen wohl noch deutlich höhere Einnahmen erzielt hätte.

8 Im abgelaufenen Jahr trugen die Einnahmen aus Ölexporten knapp ein Viertel zu den gesamten staatlichen Einnahmen auf Bundesebene bei.

Die Anfang Januar 2025 von der früheren US-Regierung beschlossenen zusätzlichen Sanktionen könnten die russischen Ölexporte etwas dämpfen. So wurden unter anderem gegen mehr als 180 Schiffe der Schattenflotte sowie ausgewählte russische Ölunternehmen neue Sanktionen verhängt.⁹⁾ Diese Maßnahmen dürften zumindest vorübergehend den Export von russischem Öl erschweren und dadurch möglicherweise auch die mit ihnen verbundenen Einnahmen drücken. Darauf deuten zumindest erneut leicht ausgeweitete Preisabschläge für russische Ölsorten und erhöhte Frachtraten hin. Tankerdaten lassen zudem zumindest temporär etwas verminderte Exportmengen erwarten. Die globalen Ölpreise zogen nach Bekanntwerden der Sanktionen spürbar an, gaben im Anschluss daran aber aus verschiedenen Gründen wieder nach.

Auch die von der neuen US-Regierung angestrebte Ausweitung des globalen Ölangebots könnte die Öleinnahmen Russlands reduzieren. US-Präsident Trump plant eine starke Ausweitung der nationalen Förderung und übt zugleich Druck auf die OPEC aus, ihr Angebot deutlich zu erhöhen. Die damit verbundene Verringerung des globalen Ölpreises könnte die Öleinnahmen Russlands nachhaltig senken. Es ist aber fraglich, ob die OPEC dem Ansinnen des US-Präsidenten folgt und die US-Produzenten ihre Förderung allzu stark ausweiten werden.

9 Vgl.: U.S. Department of the Treasury (2025).

1.1 In China konjunkturelle Belebung zum Jahresende bei verhaltener Grundtendenz

In China verstärkte sich das Wirtschaftswachstum zum Jahresende 2024 ein Stück weit. Das reale BIP legte im Schlussquartal 2024 gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt deutlich um 1,6 % zu. Das Wachstumsziel der Regierung für das Gesamtjahr von 5 % wurde damit genau erreicht. Für den Jahresendspurt waren zum einen höhere Konsumausgaben der Verbraucher bedeutsam. Dahinter standen vor allem staatliche Kaufanreize, wie zum Beispiel Abwrackprämien für Kraftfahrzeuge und Haushaltsgeräte. Darüber hinaus blieben die Warenexporte sehr lebhaft. In US-Dollar gerechnet übertrafen sie im Herbst ihren Vorjahreswert um ein Zehntel.³⁾ Da sich die Importe anhaltend schleppend entwickelten, erzielte China im abgelaufenen Jahr laut Zollstatistik einen rekordhohen Handelsbilanzüberschuss von annähernd 1 Billion US- $\text{\$}$.

Trotz der kurzfristigen Verbesserung blieb die grundlegende konjunkturelle Tendenz gedämpft. Die von US-Präsident Trump Anfang Februar eingeführten zusätzlichen Zölle auf sämtliche Importe aus China könnten die chinesische Exportwirtschaft deutlich treffen. Als Reaktion führte China Gegenzölle auf bestimmte US-Produkte ein. Alles in allem besteht die Gefahr, dass die handelspolitischen Spannungen zwischen den beiden Volkswirtschaften weiter zunehmen. Im Inland ist die Krise am Häusermarkt noch immer nicht überwunden. Auch dürfte das Plus beim privaten Verbrauch zum Jahresende 2024 teilweise auf Vorzieheffekten beruhen und somit nicht nachhaltig sein. In den Preisen hatte sich die Wachstumsverstärkung ohnehin kaum niedergeschlagen. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe lag im Dezember nur knapp über null. Auch die Kernrate fiel mit 0,4 % weiterhin sehr niedrig aus.

3 Angesichts drohender US-Einfuhrzölle könnten Vorzieheffekte dabei eine Rolle gespielt haben; sie dürften aber letztlich nur einen Teil des Wachstumsschubs erklären. Die Warenexporte in die USA wuchsen im Herbst nur wenig schneller als die Gesamtexporte.

Wirtschaftswachstum und Warenhandel in China

Schaubild 1.6

vierteljährlich



Quellen: NBS, China Customs Administration, Haver Analytics und eigene Berechnungen.
Deutsche Bundesbank

1.2 Gemischtes Bild in anderen großen Schwellenländern

In Indien scheint die Wirtschaft ihre Expansion mit abgeschwächtem Tempo fortgesetzt zu haben. Im dritten Quartal 2024 hatte sich das BIP-Wachstum nochmals deutlich auf 5,4 % im Vorjahresvergleich verlangsamt. In den letzten Monaten scheint sich die Expansion mit gedrosseltem Tempo fortgesetzt zu haben. Für das neue Haushaltsjahr plant die Regierung, die private Binnennachfrage mittels Steuersenkungen anzukurbeln. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe schwächte sich in den letzten Monaten auf 4,3 % im Januar ab. Die Zentralbank strebt für die Inflation ein Band zwischen 2 % und 6 % an. Auf ihrer geldpolitischen Sitzung Anfang Februar senkte sie den Leitzins um 25 Basispunkte auf 6,25 %.

Brasiliens Wirtschaft dürfte auch zum Jahresende 2024 spürbar expandiert haben. Im dritten Quartal übertraf die Wirtschaftsleistung den Stand des Vorjahres um 4 %, und im Schlussquartal dürfte sich die lebhaft expandierende Wirtschaft fortgesetzt haben. Allerdings mehren sich inzwischen Anzeichen für eine beginnende Überhitzung. Es herrscht ein für Brasilien sehr hoher Beschäftigungsstand, und die Löhne steigen kräftig. Auf der

Verbraucherstufe zog die Teuerungsrate im Schlussquartal auf 4,8 % an. Sie lag damit oberhalb des Zielkorridors der Zentralbank. Diese hob entgegen dem weltweiten Trend den Leitzins von 10,75 % im Oktober auf zuletzt 13,25 % an.

In Russland scheint die Wirtschaft zunehmend an angebotsseitige Grenzen zu stoßen. Laut der ersten offiziellen Schätzung wuchs das reale BIP im Gesamtjahr 2024 wie bereits im Jahr 2023 kräftig um 4,1 %.⁴⁾ Speziell am Arbeitsmarkt machten sich die angebotsseitigen Engpässe auch wegen der Rekrutierungen von Soldaten immer stärker bemerkbar. Die Arbeitslosenquote lag mit zuletzt 2,2 % auf einem historischen Tiefstand, und die Löhne stiegen kräftig an. Gleichzeitig setzte die Regierung den lockeren fiskalischen Kurs fort. Hohe staatliche Einnahmen aus dem Ölverkauf sicherten den Haushalt weiterhin ab (vgl. Exkurs „Zu den Auswirkungen westlicher Sanktionen gegen russische Ölexporte“). Der Verbraucherpreisanstieg verstärkte sich in den letzten Monaten weiter auf 9,9 % im Januar 2025. Dennoch beließ die Zentralbank den Leitzins bei 21 %.

1.3 US-Konjunktur anhaltend lebhaft

In den Vereinigten Staaten setzte sich der Aufschwung zum Jahresende fort. Das BIP legte im vierten Vierteljahr preis- und saisonbereinigt um 0,6 % im Vergleich zum Vorquartal zu. Ohne belastende Sondereffekte wäre das Wachstum vermutlich noch etwas stärker ausgefallen. Wirbelstürme und Arbeitskämpfe beeinträchtigten zeitweise die wirtschaftlichen Aktivitäten. Dies zeigte sich unter anderem in einem Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen.⁵⁾ Auch der Lageraufbau kam zum Erliegen. Impulse aus dem Ausland blieben ebenfalls aus.⁶⁾ Hingegen blieben die privaten Haushalte in Kauflaune. Auch dem Bausektor kam eine lebhaftere Nachfrage zugute. Im privaten Wohnungsbau stiegen die Investitionen spürbar. Gleichzeitig blieb die Fiskalpolitik expansiv ausgerichtet. Die öffentlichen Konsum- und Investitionsausgaben wurden im Schlussquartal erneut merklich ausgeweitet.

4 Separate BIP-Ergebnisse für das vierte Quartal 2024 liegen noch nicht vor. Monatlichen Indikatoren zufolge könnte sich die Konjunktur nach einer langsameren Gangart im Sommerhalbjahr zum Jahresende wieder verstärkt haben.

5 Dabei schlug ein äußerst kräftiges Minus bei den Investitionen in Flugzeuge zu Buche. Die Luftfahrtindustrie war im abgelaufenen Quartal stark von Arbeitsniederlegungen betroffen.

6 In den Vorquartalen hatte der Außenhandel dagegen von Vorzieheffekten aufgrund drohender Hafenstreiks profitiert.

Auch zu Beginn des neuen Jahres zeigte sich die US-Konjunktur in solider Verfassung. Im Januar 2025 setzte sich der moderate Beschäftigungsaufbau fort, und die Arbeitslosenquote ging leicht zurück. Die Löhne stiegen erneut deutlich an. Fortschritte im Disinflationsprozess blieben vor diesem Hintergrund zuletzt aus. Im Januar zog die Vorjahresrate der Verbraucherpreise sogar wieder auf 3,0 % an. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Kernrate lag noch etwas darüber. Die US-Notenbank ließ daher ihre Leitzinsen zuletzt unverändert, nachdem sie die Zielspanne von August bis Dezember 2024 um insgesamt 1 Prozentpunkt auf 4,25 % bis 4,5 % gesenkt hatte.

Die Perspektiven für die US-Wirtschaft hängen maßgeblich von der künftigen Wirtschaftspolitik ab. Nach der Präsidentschaftswahl im November blickten viele Unternehmen laut Umfragen zunächst deutlich optimistischer in die Zukunft. Offenbar verknüpften sie den Regierungswechsel in erster Linie mit Hoffnungen auf Steuersenkungen und Deregulierung. Die ersten Amtshandlungen der neuen Regierung signalisieren aber auch, dass Wahlkampforderungen nach einem strikten Migrationskurs und massiven Zollanhebungen vorrangig umgesetzt werden. So gelten seit Anfang Februar für Warenimporte aus China Zusatzzölle von 10 %. Für Einfuhren aus Mexiko und Kanada könnten ab März neue Abgaben in Höhe von bis zu 25 % des Warenwerts fällig werden. Ähnliche Handelsschranken werden Regierungsangaben zufolge auf Importe aus der EU erwogen. Zudem laufen Vorbereitungen für regional breit angelegte Zollanhebungen. Bereits ab Mitte März sollen Zusatzzölle auf sämtliche US-Einfuhren von Stahl und Aluminium greifen. Auch die Einführung sogenannter reziproker Zölle steht im Raum.⁷⁾ Derartige Maßnahmen dürften nicht nur die Konjunktur in den betroffenen Handelspartnern schwer belasten. Auch die Wirtschaft in den USA könnte aufgrund des ausgelösten Teuerungsschubs und der wahrscheinlichen Gegenwehr der Handelspartner merklich Schaden nehmen.⁸⁾

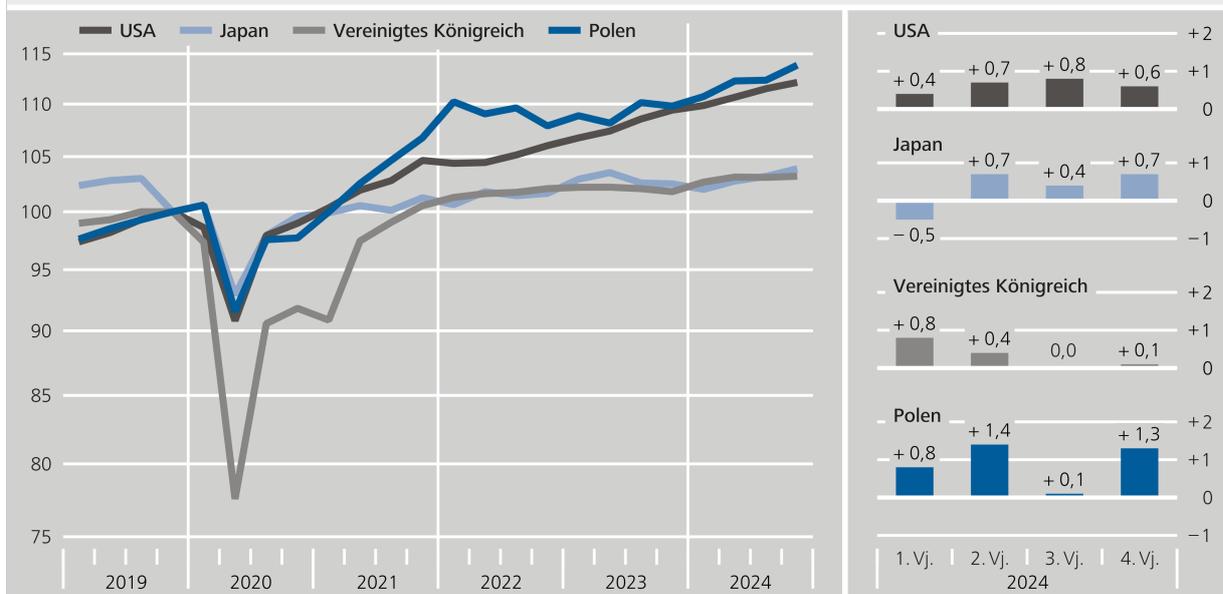
7 Reziproke Zölle sollen US-Zollsätze auf das Belastungsniveau anheben, mit dem amerikanische Exporteure im jeweiligen Auslandsmarkt konfrontiert werden. Dabei plant die US-Regierung auch tatsächliche und vermeintlich nicht-tarifäre Handelshemmnisse auszugleichen, wozu sie unter anderem die Mehrwertsteuer zählt. Vgl.: The White House (2025).

8 Für eine Diskussion der möglichen Auswirkungen neuer Zölle auf die deutsche und US-amerikanische Wirtschaft vgl.: Deutsche Bundesbank (2024).

Reales BIP in großen Industrieländern außerhalb des Euroraums

Schaubild 1.7

4. Vj. 2019 = 100, log. Maßstab, saisonbereinigt



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office of Japan, Office for National Statistics, Statistics Poland und eigene Berechnungen.
Deutsche Bundesbank

1.4 Schwächelnde Binnennachfrage in Japan

Die japanische Wirtschaft expandierte im Herbst schwungvoll. Laut der ersten Schätzung stieg das BIP preis- und saisonbereinigt um 0,7 % gegenüber der Vorperiode an. Das gute BIP-Ergebnis verdeckt, dass sich die Binnennachfrage schwach entwickelte. Der private Verbrauch nahm weniger stark als im Sommer zu, was unter anderem auf den für japanische Verhältnisse sehr starken Verbraucherpreisauftrieb zurückgeführt werden kann. Eine Ausnahme bildeten die gewerblichen Investitionen, die nach einem Rücksetzer im Vorquartal wieder spürbar zulegen. Dass die Wirtschaftsleistung dennoch kräftig stieg, war vor allem der Tatsache geschuldet, dass sich die Nachfrage stärker als bisher auf inländische Waren und Dienste bezog. Die Einfuhren gingen deshalb kräftig zurück, und die Ausfuhren wurden merklich gesteigert, sodass rechnerisch das BIP-Wachstum vollständig von den Nettoexporten getragen wurde. Die Arbeitslosenquote blieb im Dezember mit 2,4 % anhaltend niedrig, und die Löhne stiegen weiter dynamisch. Der Preisauftrieb verstärkte sich zum Jahresende deutlich. Das Auslaufen der Subventionen für Strom und Gas sowie kräftig anziehende

Nahrungsmittelpreise ließen im Dezember die Verbraucherpreise im Vorjahresvergleich um 3,6 % steigen. Die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet sank hingegen leicht auf 1,6 %. Die japanische Notenbank geht davon aus, dass diesjährige Tarifverhandlungen erneut zu starken Lohnsteigerungen führen werden. Entsprechend hob sie ihren Leitzins im Januar auf 0,5 % an.

1.5 Verhaltene Konjunktur im Vereinigten Königreich

Im Vereinigten Königreich zog die Wirtschaftsleistung im Schlussquartal leicht an.

Das reale BIP stieg im vierten Quartal preis- und saisonbereinigt um 0,1 % gegenüber der Vorperiode. Das Bauwesen entwickelte sich wie schon im Sommerquartal recht lebhaft. Die Dienstleistungsaktivität expandierte leicht. Gleichzeitig ging die Erzeugung im Verarbeitenden Gewerbe deutlich zurück. Im Einklang mit der insgesamt kraftlosen konjunkturellen Entwicklung blieb die Stimmung unter Einkaufsmanagern bis zuletzt verhalten. Auch kühlte sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter ab. Die Lohndynamik blieb allerdings lebhaft. Die jährliche Lohnwachstumsrate stieg zuletzt auf 6,0 % an. Auch die Vorjahresrate des HVPI erhöhte sich im Januar auf 3,0 %. Die Kernrate kletterte zuletzt auf 3,7 %. Die Bank of England ging dennoch davon aus, dass der Disinflationprozess weiter voranschreitet und senkte Anfang Februar ihren Leitzins um weitere 25 Basispunkte auf 4,5 %.

1.6 Polnische Wirtschaft kehrt auf Wachstumspfad zurück

In Polen nahm das Wirtschaftswachstum zum Jahresende wieder Fahrt auf. Das reale BIP stieg den vorläufigen Angaben zufolge im Vorquartalsvergleich saisonbereinigt um 1,3 % deutlich an, nach einem Zuwachs von lediglich 0,1 % im dritten Vierteljahr. Damit setzte sich die positive konjunkturelle Grundtendenz nach dem Auslaufen temporärer Sonderbelastungen wieder durch. Die gesamtwirtschaftliche Erholung war breit angelegt. Die Aktivitäten im Dienstleistungssektor expandierten weiter kräftig, und die Erzeugung von Vorleistungs- und Investitionsgütern belebte sich spürbar. Auch der Bausektor erholte sich zum Jahresende, vor allem im Bereich der Tiefbauproduktion. Der private Verbrauch hingegen nahm wohl nur verhalten zu. Der weiterhin starke Preisanstieg von 4,7 % binnen Jahresfrist dämpfte den Anstieg der Kaufkraft der privaten Haushalte. Dies belastete das Verbrauchervertrauen, und die Einzelhandelsumsätze stiegen preisbereinigt lediglich geringfügig. Der Arbeitsmarkt ist weiterhin durch

Anspannungen gekennzeichnet. Die Arbeitslosenquote blieb auf einem sehr niedrigen Niveau von 3,0 %, und die Bruttolöhne im Unternehmenssektor stiegen im Vorjahresvergleich um rund 10 %. Die polnische Notenbank beließ ihren Leitzins bei 5,75 %.

2 Gedämpfte Konjunktur im Euroraum

Im Euroraum stieg die Wirtschaftsleistung im Herbst 2024 nur leicht an, nach einem kräftigen Zuwachs im Vorquartal. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge legte das BIP preis- und saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal um 0,1 % zu. Im dritten Vierteljahr war das BIP im Euroraum noch unter dem Einfluss von Sonderfaktoren, insbesondere der Austragung der Olympischen Spiele in Frankreich, um 0,4 % gestiegen. Insgesamt war die konjunkturelle Grundtendenz im Euroraum im zweiten Halbjahr 2024 somit unverändert verhalten. Dabei standen einer ausgeprägten Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe lebhaftere Geschäfte in einigen Dienstleistungsbranchen und eine gewisse Verbesserung in der Bauwirtschaft gegenüber. Entsprechend stiegen der private Verbrauch und wohl auch die Investitionen an, während die Ausfuhren weiter schwächelten. Die Aussichten bleiben insgesamt verhalten. Zwar hellte sich das Geschäftsklima etwas auf, und auch die Abwertung des Euro könnte stützen. Einem deutlichen konjunkturellen Aufschwung stehen jedoch verschiedene Faktoren entgegen, insbesondere die nur langsam voranschreitende Anpassung in der Industrie, die innenpolitische Instabilität und der Reformstau in mehreren Mitgliedsländern, die geopolitischen Krisen sowie die schwer vorhersehbare Entwicklung der internationalen Handelskonflikte.

Der private Verbrauch legte weiter zu. Zwar wuchs der private Verbrauch wohl nicht so stark wie im Vorquartal, er blieb aber klar aufwärtsgerichtet. Die Neuzulassungen von Kraftfahrzeugen stiegen nach zwei Rückgängen in Folge kräftig an, und die Einzelhandelsumsätze nahmen preisbereinigt weiter zu. Die weiterhin spürbar wachsenden Lohneinkommen bei nun wieder gemäßigeren Teuerungsraten dürften wesentlich zu der allmählichen Erholung des privaten Verbrauchs beigetragen haben. Die Haushalte bewerteten jedenfalls ihre finanzielle Situation als verbessert und gaben vermehrt an, größere Anschaffungen tätigen zu wollen. Allerdings trübten sich die Erwartungen bezüglich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklungen etwas ein, und die Sorge über Arbeitslosigkeit wuchs.

Die Investitionstätigkeit dürfte sich im abgelaufenen Vierteljahr verstärkt haben.⁹⁾

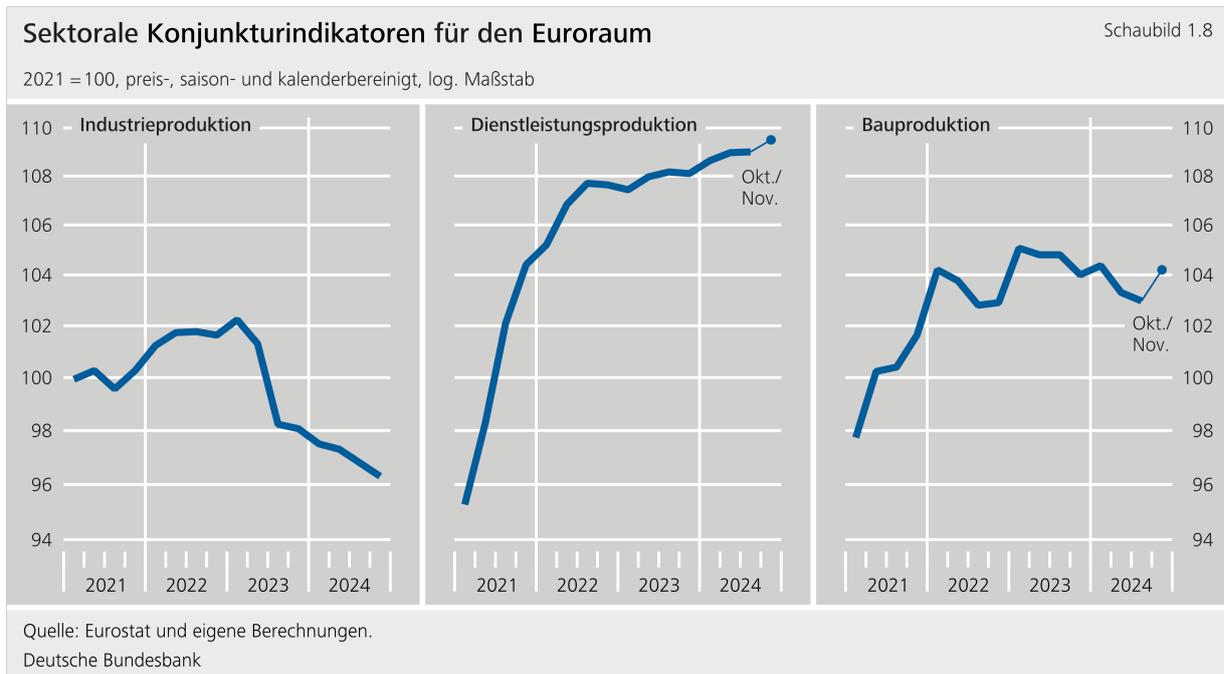
Die Bauproduktion stieg bis Oktober recht deutlich, wohl wesentlich gestützt durch Infrastrukturmaßnahmen. Auch der Wohnungsbau scheint sich stabilisiert zu haben. Die Ausrüstungsinvestitionen erholten sich nach einem schwachen Vorquartal etwas. Jedenfalls stiegen die Inlandsumsätze der Produzenten von Kapitalgütern preisbereinigt nach längerer Schwächephase merklich. Zudem wurden angesichts der Verschärfung von Umweltauflagen zu Beginn des Jahres 2025 noch verstärkt Transportmittel erworben. Die Aufwendungen für Informations- und Kommunikationstechnologien sowie für geistiges Eigentum dürften im Zuge des Digitalisierungstrends weiter gestiegen sein. Möglicherweise schlug sich bei den Investitionen schon die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen nieder. Die schwierigen Rahmenbedingungen dürften jedoch einer durchgreifenden Belebung der Investitionskonjunktur im Weg stehen.

Die Warenausfuhren in Drittländer legten im vierten Quartal preisbereinigt etwas zu. Vor allem die Exporte von Konsumgütern stiegen wohl merklich an, aber auch die Ausfuhren von Kapitalgütern scheinen etwas ausgeweitet worden zu sein. Die Exporte von Vorleistungen gingen dagegen zurück. In regionaler Betrachtung sanken die Erlöse aus Exporten nach China weiter. Die Ausfuhren in das Vereinigte Königreich blieben verhalten, und die Exporte in die USA wuchsen erneut. Insgesamt profitierten die Ausfuhren des Euroraums damit weiterhin nur wenig vom Wachstum der Absatzmärkte. Hier macht sich wohl vor allem die geringe Wettbewerbsfähigkeit der Industrieunternehmen bemerkbar, die sich gemäß Umfragen der Europäischen Kommission bis zuletzt weiter verschlechterte. Die Dienstleistungsexporte des Euroraums dürften gemäß Zahlungsbilanzangaben gesunken sein. Die Wareneinfuhren aus Drittländern stiegen preisbereinigt erneut an. Die Importe von Investitions- und Konsumgütern legten wohl noch einmal zu, während die Einfuhren von Vorleistungsgütern gesunken sein dürften.

Im Verarbeitenden Gewerbe hielt die Flaute an. Vor allem die Erzeugung von Vorleistungen sank im vierten Vierteljahr spürbar, aber auch erneut die Herstellung von Investitionsgütern. Die Konsumgüterproduktion erholte sich hingegen. Die industrielle Kapazitätsauslastung stieg geringfügig, verfehlte aber weiter ihren langfristigen Durchschnitt. Neben der gedämpften Investitionskonjunktur im Euroraum lastet auf der Industrie ihre Wettbewerbsschwäche auf den internationalen Märkten. Der Preisdruck

9 Ohne Irland. Der statistische Ausweis der Investitionen insgesamt, insbesondere jedoch derer in geistiges Eigentum, wird dort seit mehreren Jahren wesentlich von Dispositionen multinationaler Unternehmen beeinflusst. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018).

auf der Erzeugerstufe blieb gering. Dank rückläufiger Energiepreise sanken die Erzeuger- und Importpreise im Vorjahresvergleich.

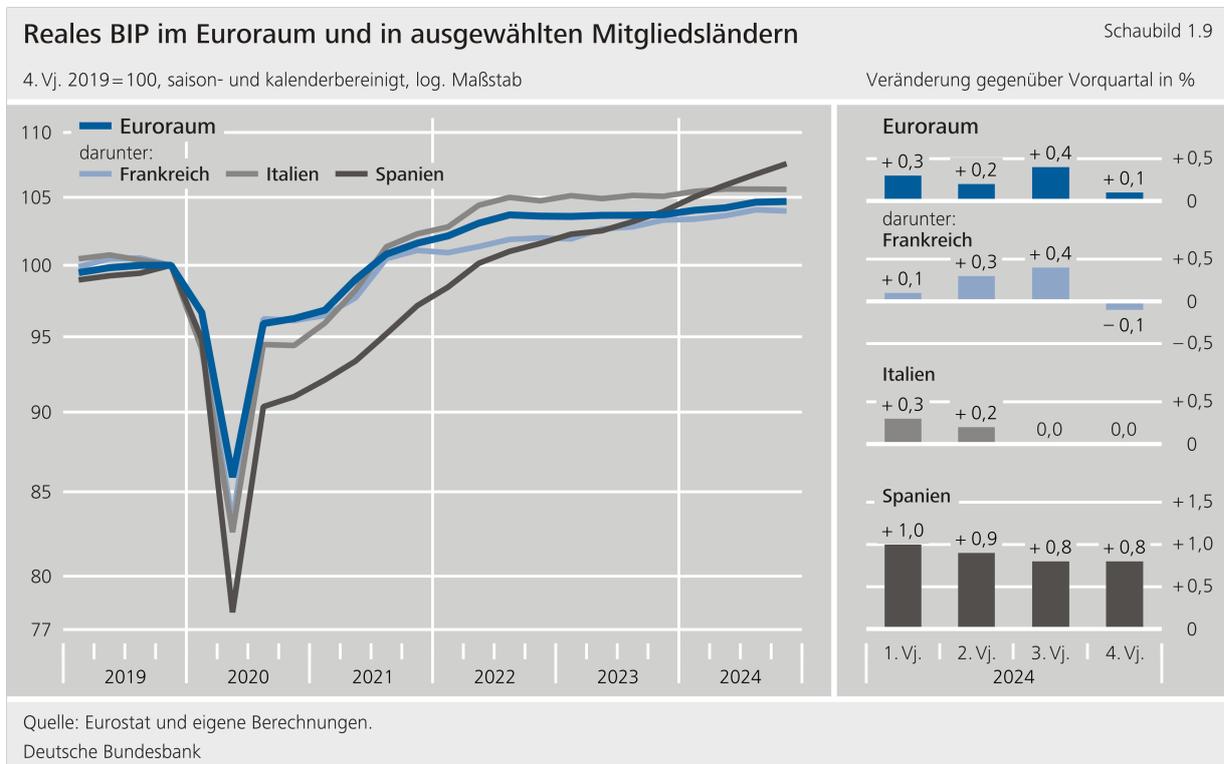


In den Dienstleistungsbereichen setzte sich der Aufschwung fort. Insbesondere in der Informations- und Kommunikationsbranche sowie im Grundstücks- und Wohnungswesen legten die Aktivitäten wohl merklich zu. Zudem dürfte die Geschäftstätigkeit im Hotel- und Gastgewerbe zugenommen haben. Laut Umfragen der Europäischen Kommission belastet weiterhin ein Mangel an Arbeitskräften die Dienstleistungsbranche. Die Bedeutung unzureichender Nachfrage als Produktionshemmnis nahm in den letzten Quartalen zu, blieb aber unter dem langfristigen Mittel.

In mehreren Mitgliedsländern schwächte sich das Wirtschaftswachstum im Vergleich zum Vorquartal ab. Teilweise ging dies auf das Auslaufen von Sondereffekten zurück. Gleichzeitig dämpfte mancherorts die anhaltende Exportschwäche das Wachstum. In verschiedenen südlichen Ländern setzte sich die schwungvolle, von der Binnenwirtschaft getragene Konjunktur fort.

Die französische Wirtschaft trat im Schlussquartal auf der Stelle. Das reale BIP sank laut erster Schätzung um 0,1 %. Die Schwäche im vierten Quartal ging zum Teil auf eine Gegenbewegung nach den Olympischen Spielen zurück, die im Sommer das Wachstum wesentlich getrieben hatten. Die Ausfuhren wurden von einem deutlichen Minus bei den Dienstleistungen belastet, zu denen auch die Übertragungsrechte gehören. Die

Investitionstätigkeit blieb insgesamt gedämpft. Hier stand dem Anstieg der Investitionen in Ausrüstungen und geistiges Eigentum ein deutliches Minus bei den Aufwendungen für Bauten gegenüber. Der private Verbrauch verlor zwar an Schwung, legte aber erneut merklich zu. Entstehungsseitig zeigten insbesondere das Verarbeitende Gewerbe und mehr noch der Bau Schwächen.



In Italien stagnierte die Wirtschaftsleistung erneut. Das reale BIP verharrte vorläufigen Angaben zufolge im vierten Vierteljahr auf dem Stand des Vorquartals. Impulse kamen wohl von den Warenexporten. Die industrielle Erzeugung stabilisierte sich, nachdem sie in den vorherigen Quartalen spürbar geschrumpft war. Die Importe dürften dagegen gesunken sein, auch da sich die Erholung des privaten Verbrauchs abschwächte. Des Weiteren sanken die Bruttoanlageinvestitionen wohl weiter. Hierzu dürften die Bauinvestitionen spürbar beigetragen haben, da nach dem allmählichen Auslaufen der Effekte des über mehrere Jahre stützenden Steuerbonus für bauliche Maßnahmen im Bereich Energieeffizienz und Erdbebensicherheit ("Superbonus") neue Impulse fehlen. Auch die Aktivität der Dienstleister sank nach ersten Angaben des Statistikamtes.

In Spanien setzte sich die schwungvolle Konjunktur fort. Das reale BIP nahm laut erster Schätzung im vierten Quartal erneut um 0,8 % zu. Dabei war das Wachstum

entstehungs- und verwendungsseitig breit angelegt. Besonders stark stiegen die Bauinvestitionen. Auch die Einfuhren legten angesichts der starken Binnennachfrage sehr deutlich zu. Das nun schon seit 2021 anhaltende kräftige Wachstum der spanischen Wirtschaft senkte die Arbeitslosenquote inzwischen auf 10,6 %, die jedoch im Euroraum-Vergleich weiterhin hoch ist.

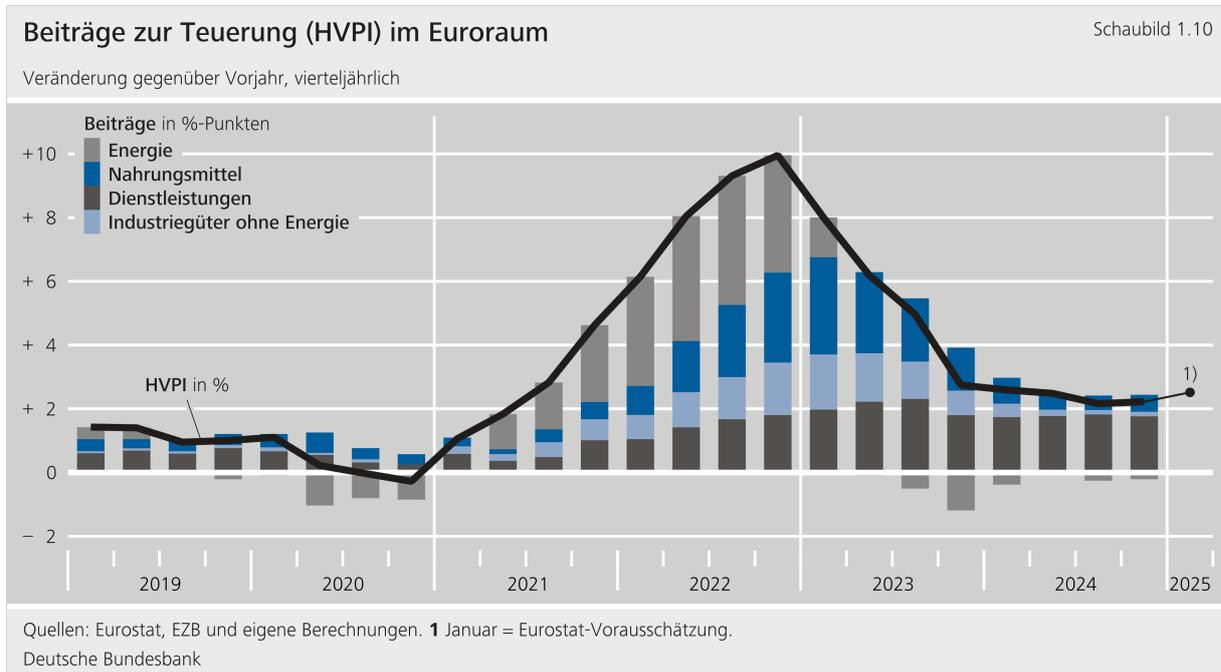
In den übrigen Mitgliedsländern war das Bild gemischt. Deutliches Wachstum gab es in Portugal und in Litauen. In den Niederlanden wuchs das reale BIP nach zwei kräftigen Anstiegen zuletzt wieder etwas moderater. Ein kleines Plus wurde in Belgien verzeichnet. In Österreich und Estland stagnierte die Wirtschaftsleistung. In Deutschland (vgl. Kapitel „Konjunktur in Deutschland“) ging die gesamtwirtschaftliche Aktivität etwas und in Irland spürbar zurück.

Die Lage am Arbeitsmarkt blieb auch zum Jahresende noch günstig, es mehrten sich aber Anzeichen für eine beginnende Eintrübung. Die Zahl der Beschäftigten stieg im Schlussquartal nach vorläufigen Angaben erneut leicht. Die Arbeitslosenquote blieb zwar auf dem Tiefstand von 6,3 %, allerdings stieg sie in einzelnen Ländern, darunter Deutschland und Frankreich, an. Die Beschäftigungserwartungen sinken bereits seit März. Ähnliches gilt für die Quote der offenen Stellen. Das Lohnwachstum dürfte auch zuletzt mit 4 % bis 5 % gegenüber dem Vorjahr vergleichsweise stark ausgefallen sein, lässt aber in der Grundtendenz bereits seit einiger Zeit nach.

Die Verbraucherpreise im Euroraum stiegen im Herbst 2024 im Vergleich zum Vorquartal erneut moderat an. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) stieg saisonbereinigt um 0,5 % und damit ähnlich moderat wie in den beiden vorangegangenen Quartalen. Die Preise für Energie sanken weiter, jedoch weniger deutlich als im Sommer. Die Preise für Nahrungsmittel stiegen wieder etwas stärker. Dienstleistungen verteuerten sich zwar immer noch kräftig um 0,6 %, aber weniger als in den vorherigen Quartalen. Der Preisauftrieb für Industrieprodukte ohne Energie blieb weiterhin schwach.

Im Vorjahresvergleich verharrte die HVPI-Rate bei 2,2 %. Leicht dämpfend auf die Vorjahresrate wirkte der weiterhin negative Beitrag von Energie. Nahrungsmittel verteuerten sich im Einklang mit den gestiegenen internationalen Rohstoffpreisen etwas stärker als im Sommer. Besonders bei verarbeiteten Lebensmitteln blieb die Preisdynamik erhöht. Aber auch die Preise für unverarbeitete Lebensmittel stiegen zuletzt wieder stärker an. Besonders kräftig blieb der Preisauftrieb im Bereich der Dienstleistungen. Hier verharrt die Vorjahresrate des HVPI mittlerweile seit über einem Jahr bei rund 4 %. Die Preise für Industrieprodukte ohne Energie stiegen wie in den

vorherigen Quartalen moderat an, der Disinflationprozess dürfte hier somit weitgehend abgeschlossen sein. Die Kerninflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel ließ nur wenig auf 2,7 % nach.



Im Durchschnitt des Jahres 2024 sank die Inflationsrate deutlich auf 2,4 % und die Kerninflationsrate noch etwas stärker auf 2,9 %. Im Jahr 2023 hatte die Gesamtrate noch bei 5,4 % und die Kernrate bei 6,3 % gelegen. Ausschlaggebend für den deutlichen Rückgang war die kräftig verringerte Teuerung bei Nahrungsmitteln und bei Industriegütern ohne Energie.

Im Januar 2025 belief sich die Inflationsrate im Euroraum nach der Schnellschätzung von Eurostat auf 2,5 %. Demnach stieg die HVPI-Rate gegenüber Dezember leicht um 0,1 Prozentpunkte. Dienstleistungen wirkten weiterhin deutlich preistreibend. Die Preise für Energie stiegen zuletzt wieder etwas kräftiger an. Industriegüter ohne Energie verteuerten sich anhaltend moderat. Der Preisanstieg für Nahrungsmittel ließ etwas nach, stärker bei verarbeiteten als bei unverarbeiteten Lebensmitteln. Die Kerninflationsrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) blieb mit 2,7 % unverändert. In den nächsten Monaten sollte sich der Disinflationprozess fortsetzen. Ausschlaggebend hierfür ist die Annahme eines allmählichen Rückgangs des immer noch starken Preis- auftriebs bei Dienstleistungen.

Stimmungsindikatoren für den Euroraum

Schaubild 1.11

Abweichungen vom langfristigen Mittelwert, monatlich, saisonbereinigt



Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen.
Deutsche Bundesbank

Im ersten Vierteljahr 2025 dürfte die Wirtschaftsaktivität im Euroraum erneut leicht steigen. Die konjunkturelle Grundtendenz blieb bis zuletzt moderat aufwärtsgerichtet. Die Unternehmensstimmung hellte sich zu Jahresbeginn sogar etwas auf. Sowohl gemäß Einkaufsmanagerindex als auch nach dem entsprechenden Stimmungsinikator der Europäischen Kommission verbesserten sich die Produktionserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe von einem gedrückten Niveau aus etwas. Bei den Dienstleistungen deuten die Stimmungsindekoren weiterhin auf eine moderate Expansion. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bleiben aber schwierig und verschlechterten sich zuletzt teilweise weiter. Die Restrukturierung der Industrie ist erst in Gang gekommen und vollzieht sich unter hoher Unsicherheit. Diese wird auch von der angespannten internationalen Lage genährt. Dazu tragen die geopolitischen Konflikte und zunehmend offen ausgetragene Auseinandersetzungen über die Handelsbeziehungen bei.

Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2024), Zu möglichen Auswirkungen angekündigter Maßnahmen der designierten US-Regierung auf die deutsche Wirtschaft, Monatsbericht, Dezember 2024.

Deutsche Bundesbank (2018), Aktivitäten multinationaler Unternehmensgruppen und nationale Wirtschaftsstatistiken, Monatsbericht, Oktober 2018, S. 67 – 81.

Internationale Energieagentur (2025), Oil Market Report, Februar 2025.

Internationale Energieagentur (2024), Oil Market Report, Dezember 2024.

Internationaler Währungsfonds (2025), World Economic Outlook Update: Global Growth: Divergent and Uncertain, Januar 2025.

Kilian, L., D. Rapson und B. Schipper (2025), The Impact of the 2022 Oil Embargo and Price Cap on Russian Oil Prices, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper, Nr. 2401.

The White House (2025), Reciprocal Trade and Tariffs, Article, 13. Februar 2025.

U.S. Department of the Treasury (2025), Treasury Intensifies Sanctions Against Russia by Targeting Russia's Oil Production and Exports, Pressenotiz vom 10. Januar 2025.

Wolfram, C. (2024), Understanding the Price Cap on Russian Oil and Its Role in Depressing Russian Oil Revenues, Massachusetts Institute of Technology, Center for Energy and Environmental Policy Research, Research Commentary, Nr. 2024-05.