



## MACROECONOMIC *view*

12. März 2025



Bruno Cavalier  
Chefökonom - ODDO BHF

### *Die Zoll-Maschinenpistole von Herrn Trump und die Haushalts-Bazooka von Herrn Merz*

#### KEY HIGHLIGHTS:



- Donald Trump hat den Zollkrieg früher und stärker als während seiner ersten Amtszeit begonnen.
- Dies führt zu wirtschaftlicher Instabilität, die das Vertrauen der Haushalte und der Märkte geschwächt hat.
- Die US-Wirtschaft droht stärker zu schwächeln als ursprünglich erwartet.
- Die europäischen Führungskräfte zweifeln an der militärischen Unterstützung der USA und sind entschlossen, sich wieder aufzurüsten
- In Deutschland will der künftige Bundeskanzler seine Haushaltsdoktrin komplett ändern, um ein großes Konjunkturprogramm auf den Weg zu bringen
- Die US-Wirtschaft droht stärker zu schwächeln als ursprünglich erwartet



„Es gibt Jahrzehnte, in denen nichts passiert, und Wochen, in denen Jahrzehnte passieren.“ Dieser Satz von Lenin kommt uns angesichts der jüngsten Umwälzungen in der Welt, die direkt oder indirekt von Donald Trump verursacht wurden, in den Sinn. In den letzten Wochen haben sich tatsächlich Veränderungen vollzogen, die wir seit Jahrzehnten nicht mehr gesehen haben.

Lassen Sie mich einige Beispiele nennen. **Erstens haben die USA durch die Erhöhung ihrer Zollschranken ihren durchschnittlichen Zollsatz auf ein Niveau angehoben, das seit Ende der 1940er Jahre nicht mehr zu beobachten war.** Und es ist wahrscheinlich noch nicht vorbei, da weitere Bedrohungen den Welthandel bedrohen. **Zweitens stellt der offensichtliche Wunsch der USA, sich aus der Sicherheit Europas zurückzuziehen, die Prinzipien eines 1949 geschaffenen transatlantischen Bündnisses in Frage.** Drittens hat der künftige deutsche Bundeskanzler als Reaktion auf das vorherige Risiko eine 180-Grad-Wende in der Haushaltspolitik vollzogen. **Der ausgeglichene Haushalt, der in Deutschland als unantastbares Dogma galt, ist nicht mehr aktuell.** Dies sind einige Ereignisse, die noch weitreichende Auswirkungen haben werden.

Zwei Monate nach Beginn seiner zweiten Amtszeit hat Donald Trump bereits so viel getan, um seine Politik „America first“ durchzusetzen, dass er die wirtschaftliche und geopolitische Ordnung der Welt

aus dem Gleichgewicht gebracht hat. Wir können eine vorläufige Bilanz seiner Tätigkeit ziehen, indem wir uns ansehen, was er getan und was er nicht getan hat. **Während des Wahlkampfs hatte er erhebliche Steuersenkungen versprochen,** was an den Märkten viel Optimismus auslöste. Bis heute ist in dieser Angelegenheit kaum etwas geschehen, da sich die Republikaner im Senat und im Repräsentantenhaus noch nicht auf die Umsetzung dieser Steuermaßnahmen einigen konnten.

Ein weiteres Wahlversprechen war die Deregulierung. Dies sollte auch dazu beitragen, die Bundesausgaben zu senken. Diese Aufgabe wurde Elon Musk übertragen, dessen Managementpraktiken als ziemlich harsch gelten. **Das DOGE, das für die Ausgabenkürzungen zuständige Ministerium, hat bisher Einsparungen in Höhe von nur 0,3 % des BIP ermittelt,** ein Goldtropfen im Meer eines Defizits von fast 7 %. Auch hier mehr Lärm als Taten, aber ein Lärm, der zur jüngsten Angst auf den Märkten beiträgt.

Donald Trump hatte auch **eine massive Ausweisung illegaler Arbeitnehmer angekündigt, die sich auf Millionen von Menschen beziffern lässt.** Davon war nichts zu sehen, was im Übrigen eine gute Nachricht für die Wirtschaft ist, da dies den Arbeitsmarkt destabilisieren hätte können. Bemerkenswert ist auch, dass das Weiße Haus auch nicht versucht hat, Druck auf die Zentralbank auszuüben, wie dies zuvor diskutiert worden war.



Bis heute ist die Unabhängigkeit der Fed gewahrt, sie ist eine Säule für das reibungslose Funktionieren der Märkte und das Vertrauen der Anleger.

Tatsächlich konzentrieren sich seit zwei Monaten, seit Donald Trump im Amt ist, alle wirtschaftspolitischen Initiativen auf Zölle. Sie wurden zweimal auf chinesische Produkte erhoben. Sie betreffen die Einfuhr bestimmter Industriemetalle. Sie sollen bald auch auf Kanada, Mexiko, Europa und schließlich die ganze Welt ausgedehnt werden. Diese Maßnahmen, die die betroffenen Länder hart treffen können, schwächen jedoch auch die Vereinigten Staaten. Einerseits werden die Zölle vom Importeur bezahlt und können daher die von den Amerikanern konsumierten ausländischen Produkte verteuern. Andererseits sind die Zollankündigungen so zahlreich und oft widersprüchlich, dass sie eine beispiellose Instabilität schaffen. Dies kann zu einer Verringerung der Investitionen führen und die Wirtschaft belasten.

Insgesamt ist die **US-Wirtschaft mit einer sehr niedrigen Arbeitslosigkeit nach wie vor solide, aber die Indikatoren für das Geschäftsklima sowie das Konsumentenvertrauen und die Börse deuten auf ein Abwärtsrisiko hin.** Donald Trump wollte die langfristigen Zinssätze senken. Dies ist ihm seit einigen Wochen gelungen, allerdings nicht, indem er die Inflation zurückgedrängt hat, sondern indem er bestimmte Rezessionsängste wiederbelebt hat.

Außerhalb des wirtschaftlichen Bereichs hat sich Donald Trump auch sehr dafür eingesetzt, Frieden oder zumindest einen Waffenstillstand in der Ukraine zu erreichen, auch wenn er sich dabei an den Positionen Russlands orientiert. Für die Zukunft scheint Donald Trump entschlossen zu sein, den amerikanischen Sicherheitsschirm zurückzuziehen, was bei den Europäern Panik auslösen könnte. **Es sind oft solche akuten Krisen, wie wir sie in der Vergangenheit mehrfach erlebt haben (Schuldenkrise, Pandemie), in denen die Staats- und Regierungschefs Entscheidungen treffen, die undenkbar schienen.**

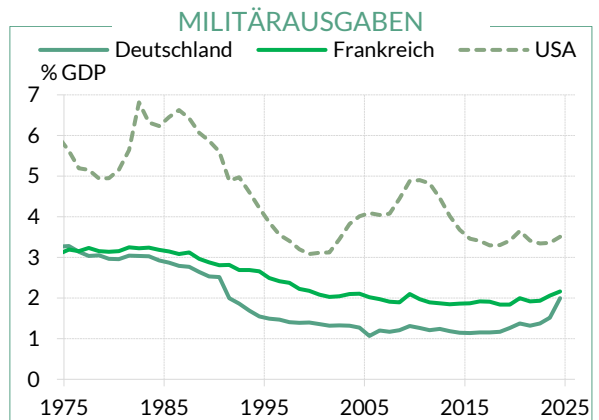
Was sind das für Entscheidungen? **Zunächst einmal sind die EU-Länder sowie das Vereinigte Königreich entschlossen, ihre Militärausgaben deutlich zu erhöhen.** Sie werden derzeit auf durchschnittlich 2 % des BIP geschätzt und könnten in den nächsten Jahren auf 3 % oder 3,5 % steigen, ein Niveau, das seit mehreren Jahrzehnten nicht mehr überschritten wurde. Das ist ein gewaltiger Aufwand (Grafik). Im Falle Deutschlands wird der Wiederaufrüstungsplan durch einen umfangreichen Infrastrukturausgabenplan ergänzt. Auch hier sind die Zahlen enorm (12 % des BIP über zehn Jahre), um den Mangel an öffentlichen Investitionen seit vielen Jahren auszugleichen.

Wenn all diese Ankündigungen tatsächlich umgesetzt werden, welche Folgen könnten sie für die europäische Wirtschaft haben? Die positive Seite ist für Deutschland unbestreitbar, denn eine Stimulierung der Wirtschaft in Höhe von 2 bis 2,5 % des BIP pro Jahr kann die Wirtschaft nach Jahren der Stagnation wieder in Schwung bringen. Wenn sich die

Wirtschaftstätigkeit in Deutschland erholt, wird dies auch in anderen Teilen Europas Auswirkungen haben.

Die negative Seite liegt in der Entwicklung der Finanzierungsbedingungen. Deutschland ist wenig verschuldet (62 % des BIP, fast halb so viel wie Frankreich) und kann es sich leisten, mehrere Jahre lang höhere Defizite zu tragen. **Aber mit diesem Paradigmenwechsel im Haushalt sind die Zinssätze bereits innerhalb weniger Tage in Erwartung der zusätzlichen Schuldenemission gestiegen.** Der Anstieg der deutschen Zinsen hat die Zinsen in anderen Ländern mit schwächeren öffentlichen Finanzen nach oben getrieben. Für sie wird die Refinanzierung der Schulden teurer, was zusätzliche Konsolidierungsbemühungen erfordert. Dies kann auch dazu führen, dass zwischen Ausgabenkategorien abgewogen wird (mehr Militär, weniger Soziales), was politisch riskant ist.

**Im Gegensatz zu den USA begann Europa das Jahr 2025 auf einer relativ schwachen Grundlage. Allerdings hat das Geschäftsklima seinen Tiefpunkt hinter sich.** Der Horizont ist von zwei Risiken geprägt. Ein positives Risiko im Zusammenhang mit der deutschen Konjunkturbelebung, aber eher im Jahr 2026 und darüber hinaus. Und ein negatives Risiko, wenn Donald Trump in Kürze hohe Zölle auf europäische Waren einführt. Kurzfristig deuten die wirtschaftlichen Risiken in Europa immer noch nach unten, langfristig ist endlich ein angemessener Optimismus angebracht.



Quelle der Grafiken: SIPRI/NATO, ODDO BHF



**Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Performance kann bei Anlagen mit Fremdwährungsbezug infolge von Währungskursschwankungen steigen oder fallen. Schwellenländer können mehr politischen, wirtschaftlichen oder strukturellen Herausforderungen ausgesetzt sein als entwickelte Länder, woraus ein höheres Risiko entstehen kann**

#### **Wichtige Hinweise**

Dieses Dokument wurde von der ODDO BHF SE nur zu Informationszwecken erstellt. Darin enthaltene Äußerungen basieren auf den Markteinschätzungen und Meinungen der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Diese können sich abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Weder dieses Dokument noch eine in Verbindung damit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Etwaig dargestellte Einzelwerte dienen nur der Illustration. Einzelne Aussagen sind weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung durch hierfür qualifizierte Personen zu ersetzen. Bevor in eine Anlageklasse investiert wird, wird dringend empfohlen, sich eingehend über die Risiken zu erkundigen, denen diese Anlageklassen ausgesetzt sind, insbesondere über das Risiko von Kapitalverlusten.

**ODDO BHF SE** – Gallusanlage 8 · 60323 Frankfurt am Main · Postanschrift: 60302 Frankfurt am Main · [www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com) Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) · Grégoire Charbit · Joachim Häger · Christophe Tadié · Benoit Claveranne · Monika Vicandi · Vorsitzender des Aufsichtsrats: Werner Taiber · Sitz: Frankfurt am Main.

Registergericht und Handelsregister Nummer: Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 73636 USt-IdNr. DE 814 165 346 · BIC/SWIFT BHFBD500 - [www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com)