



## MACROECONOMIC *view*

10. Februar 2025



Bruno Cavalier  
Chefökonom - ODDO BHF

### *Wirtschaft: Ein 360°-Blick auf die Geldpolitik*



#### KEY HIGHLIGHTS:

- Über mehr als zwei Jahre hinweg wurde die Geldpolitik weltweit verschärft.
- Fortschritte bei der Desinflation seit 2023 haben einen Richtungswechsel eingeleitet.
- Im vergangenen Jahr wurden die Leitzinsen fast überall gesenkt, mit Ausnahme Japans.
- Zu Beginn des Jahres 2025 befindet sich die Fed in einer Pause, während sie auf mehr Klarheit bezüglich von Trumps Maßnahmen wartet.
- Im Gegensatz dazu ist die EZB bereit, ihre Zinsen weiter zu senken, um die Wirtschaft zu unterstützen.



Die Wiedereröffnung der Weltwirtschaft nach den Lockdowns von 2020 führte zu einem Inflationsschub, auf den nahezu alle Zentralbanken reagierten, indem sie ihre Zinssätze anhoben. Einige Schwellenländer – insbesondere in Lateinamerika und Osteuropa – reagierten bereits 2021, während die USA und Westeuropa 2022 folgten. Zwei bemerkenswerte Ausnahmen sind China und Japan. Insgesamt stieg der sogenannte „globale“ Leitzins, berechnet als gewichteter Durchschnitt der einzelnen Länder, im Jahr 2022 um nahezu 250 Basispunkte und 2023 um mehr als 125 Basispunkte (siehe Grafik).

Als sich die inflationären Spannungen schließlich deutlich abschwächten, kehrten fast alle Zentralbanken die Richtung um. Im vergangenen Jahr senkten die Fed und die EZB ihren Leitzins um 100 Basispunkte – weltweit betrug der Durchschnittsrückgang 60 Basispunkte.

Seit einigen Monaten variiert jedoch die Dynamik der Inflation von Region zu Region. Die USA, deren Wirtschaft auf Hochtouren läuft, verzeichnen einen Wiederanstieg der Inflation. China steht am Rande der Deflation. Japan erholt sich nach zwei

verlorenen Jahrzehnten. Europa hingegen hat Mühe, einen echten Aufschwung der Inlandsnachfrage in Gang zu bringen, und der Inflationsdruck lässt nach. Im Jahr 2025 werden die geldpolitischen Maßnahmen weniger synchron verlaufen als in den vergangenen Jahren – möglicherweise sogar in entgegengesetzten Richtungen. Dies könnte Auswirkungen auf andere Anlageklassen und Währungen haben. Werfen wir einen Blick auf die wichtigsten Länder.

In den **USA** hat das vergangene Jahr die Prognosen eines sanften Landings widerlegt. Das reale BIP-Wachstum blieb dank einer starken Haushaltsnachfrage – unterstützt durch einen Anstieg des Nettovermögens um fast 10 % sowie durch solide Beschäftigungszahlen – in der Nähe von 3 %. Die Desinflation ist ins Stocken geraten, und das Erreichen des 2%-Ziels ist nicht mehr gesichert. Die Fiskalpolitik ist expansiv. Unter diesen Umständen sieht die Fed keinen Grund, ihre Geldpolitik kurzfristig zu lockern.

Zudem muss die Fed auch die neu gewählte US-Regierung berücksichtigen. Wie vor acht Jahren – diesmal allerdings mit ambitionierteren Zielen –



zielt das Programm der Regierung darauf ab, gegen illegale Einwanderung vorzugehen, die Steuern für Haushalte und Unternehmen zu senken (trotz eines bereits sehr hohen Haushaltsdefizits) und Handelsbarrieren zu errichten. In einer Wirtschaft bei Vollbeschäftigung wirken all diese Maßnahmen inflationstreibend. Unklar bleibt jedoch das Ausmaß und die Reihenfolge dieser Initiativen.

Seit Beginn seiner zweiten Amtszeit hat die US-Regierung vermehrt Ankündigungen von Zollerhöhungen gemacht. Einige wurden nahezu sofort zurückgenommen (z. B. in Kolumbien) oder aufgeschoben (bei Mexiko und Kanada), sobald die betroffenen Länder versprochen, gegen illegale Einwanderung vorzugehen. Andere Erhöhungen, etwa gegenüber China, bleiben bis heute bestehen. Weitere Erhöhungen zeichnen sich für bestimmte Produkte (wie Stahl und Aluminium) oder Regionen (Europa) ab. **Das Ergebnis dieser verwirrenden Kommunikation ist ein Anstieg der Handelsunsicherheit, der in wenigen Wochen nahezu so stark war wie in den zwei Jahren während Trumps erster Amtszeit.** Bis für alle Fälle mehr Klarheit herrscht, verharrt die Fed in der Pause – auch wenn nicht im Sinne der US-Regierung ist, der eine sofortige Zinssenkung wünscht.

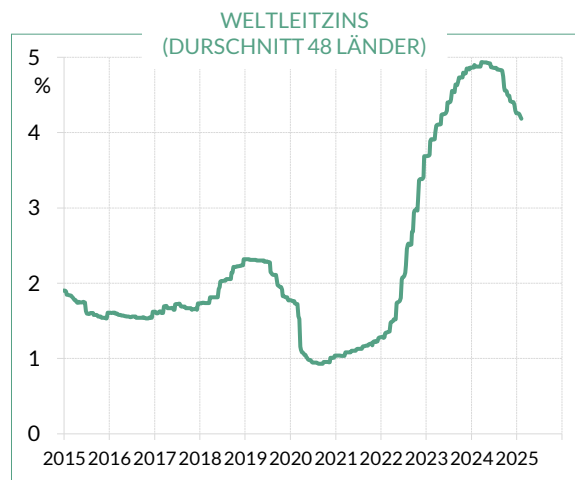
In der **Eurozone** sind die konjunkturellen Bedingungen diametral entgegengesetzt zu denen der USA. Das Wirtschaftswachstum ist schwach und liegt unter dem Potenzial. Im Jahr 2024 stützte es sich vor allem auf den Export, doch dieser Motor könnte im Falle eines Handelskonflikts an Fahrt verlieren. Der einzige positive Aspekt ist eine Wiederbelebung der Bankkreditflüsse. Abgesehen davon zeigen die Indikatoren kein grünes Licht. Das Geschäftsklima liegt unter dem Durchschnitt, vor dem Hintergrund politischer Unsicherheiten in Frankreich und Deutschland, und die privaten Haushalte rechnen mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. In zahlreichen Ländern liegt die Inflation bereits unter dem Zielwert. Auf ihrem aktuellen Niveau wird der Leitzins der EZB von der überwiegenden Mehrheit des EZB-Rats als restriktiv eingeschätzt. Es spricht alles dafür, weiter zu senken und die Geldpolitik stimulierender zu gestalten. Falls dies geschieht, wäre dies ein – seltenes, aber nicht unübliches – Auseinanderdriften zwischen der EZB und der Fed.

Im **Vereinigten Königreich** wird in letzter Zeit

häufig der Begriff „Stagflation“ (Stagnation + Inflation) verwendet, um die wirtschaftlichen Bedingungen zu beschreiben. Das BIP-Wachstum ist seit sechs Monaten nahezu stagniert, während gleichzeitig die Löhne zu steigen beginnen und die Preise im Dienstleistungssektor hartnäckig auf hohem Niveau verharren. Dies stellt typischerweise die schwierigste Situation für eine Zentralbank dar, die zwischen der Notwendigkeit, die Inflation zu bekämpfen, und dem Wunsch, die Wirtschaft zu stützen, hin- und hergerissen ist. Die Bank of England hat wieder zu einer lockeren Geldpolitik gegriffen, wenn auch weniger deutlich als die EZB.

In **China** wird die Wirtschaft weiterhin von der Bereinigung des Immobiliensektors belastet, die vor einigen Jahren begann. Angesichts der schwachen Konsumnachfrage sind die Einzelhandelspreise nahezu unverändert. Die Erzeugerpreise sinken seit etwa zwei Jahren, was die Rentabilität der Unternehmen beeinträchtigt. Um dieser Situation entgegenzuwirken, haben die Behörden versprochen, zusätzliche Unterstützung zu leisten – insbesondere durch eine Lockerung der Geldpolitik –, doch bislang blieben die Maßnahmen hinter den Worten zurück.

In **Japan** befindet sich die Wirtschaft nun in einer Phase der Reflation. Die Preise und Löhne steigen kontinuierlich, sodass die Geldpolitik als zu expansiv erscheint. Jahrzehntlang galt der Yen als Paradebeispiel für eine Währung mit günstigen Finanzierungskosten. Dies stellt einen tektonischen Wandel dar, sofern die Zentralbank – wie es den Anschein hat – ihre Leitzinsen weiter anhebt.



Quelle der Grafiken: Census Bureau, 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 BHFDEFF500 - [www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com)