



MACROECONOMIC *view*

10. September 2025



Bruno Cavalier
Chefökonom - ODDO BHF

Schlechte Politik führt zu einer schlechten Wirtschaftslage

KEY HIGHLIGHTS:



- Die Weltwirtschaft hat sich bisher gut gehalten, aber die Aussichten sind getrübt.
- Auf dem US-Arbeitsmarkt sind beunruhigende Risse zu erkennen.
- Es wird erwartet, dass die Fed ihre Leitzinsen in den kommenden Monaten mehrmals senken wird.
- Im Gegensatz dazu meint die EZB, dass sie ihre Geldpolitik erfolgreich angepasst hat.
- Deutschland hat seine Sparzwänge aufgegeben, aber der Investitionsplan steht noch aus.
- Frankreich, das relativ hoch verschuldet und politisch blockiert ist, drohen Sanktionen der Finanzmärkte.



Nach mehr als sechs Monaten Trump-Präsidentschaft, die von Brüchen in so unterschiedlichen Bereichen wie dem internationalen Handel, der Geopolitik und dem in Frage stellen der Unabhängigkeit der Zentralbank geprägt war, ist die Weltwirtschaft nicht von ihrem Kurs abgewichen. Wir schätzen, dass das reale BIP in der ersten Jahreshälfte weltweit um annualisiert 3 % gewachsen ist, kaum weniger als 2023 und 2024. Ein Wachstum von 3 % prognostiziert auch der IWF für die nächsten zwei Jahre. Bedeutet das, dass Trump viel Lärm um nichts macht? Es wäre schön, wenn es so einfach wäre, aber das ist unwahrscheinlich.

Zugegeben, einige der hitzigen Äußerungen des US-Präsidenten, wie sein Versprechen, alle Kriege weltweit innerhalb weniger Tage zu beenden, haben keine konkreten Auswirkungen gehabt. In Expansionsphasen ist es auch üblich, dass Veränderungen nur langsam und schrittweise erfolgen. Die wirtschaftlichen Bedingungen ändern sich u.a. dann schnell, wenn es zu einer Finanzkrise, einer Pandemie oder einem Krieg kommt. Die negative Reaktion der Märkte auf den Zollschock am Tag der Befreiung Anfang April hat die Angst vor einem solchen Szenario geschürt und das Risiko einer Rezession erhöht. Auf diese Ankündigung folgten Kehrtwenden und verschiedene Anpassungen, die die Einführung neuer Zölle verzögerten. Wenn ein am Montag

angekündigter Zoll am Dienstag ausgesetzt oder am Mittwoch erhöht werden kann, ist es am besten, abzuwarten. Extreme Unsicherheit führt zu einer abwartenden Haltung. Diese hält jedoch nur eine gewisse Zeit an.

Was die Zölle betrifft, so stellt die bisherige Tabelle mit wenigen Ausnahmen (Schweiz, Indien und Brasilien) einen leichten Rückzug gegenüber den Ankündigungen vom Tag der Befreiung dar. Die Pause im Zollkonflikt mit China wurde bis November verlängert. Die EU, Japan und einige andere Länder haben Handelsabkommen mit den USA unterzeichnet. Keines davon ist durch einen formellen Vertrag garantiert, aber zumindest verschafft dies den betroffenen Unternehmen ein wenig Planungssicherheit. Auf der Grundlage dieser Ankündigungen würde der durchschnittliche Zollsatz auf etwas über 15 % steigen (gegenüber 2,5 % im Januar und 10 % im Juni). Nach zwei Gerichtsurteilen ist die Hälfte dieser Maßnahmen nicht einmal rechtmäßig. Sie bleiben bis zu einer endgültigen Entscheidung des Obersten Gerichtshofs in einigen Monaten in Kraft. Sollte die Berufung abgelehnt werden, hat die Trump-Regierung andere rechtliche Möglichkeiten, um das gleiche Ergebnis zu erzielen. Kurz gesagt: Der Zollschock ist zwar beträchtlich, wird aber als etwas weniger störend angesehen als noch vor einigen Monaten.



Ein weiterer Punkt des Trump-Programms wurde mit der Verabschiedung des Big Beautiful Bill Act erreicht, der die 2017 beschlossenen Steuersenkungen verlängert und einige weitere hinzufügt. Dadurch wird eine Erhöhung der Steuerbelastung für Haushalte zu Beginn des Jahres 2026 vermieden. Allerdings rechnet niemand außer dem Weißen Haus mit starken stimulierenden Auswirkungen auf das Wachstum. In Wirklichkeit besteht die Hauptwirkung dieses Plans darin, alle Bemühungen zur Senkung des Bundesdefizits, das derzeit bei etwas über 6 % des BIP liegt, zu verzögern. Der Druck auf die langfristigen Zinsen, der teilweise auf einen Anstieg der Laufzeitprämie zurückzuführen ist, deutet darauf hin, dass die Anleger mit dieser Situation nicht zufrieden sind. Dies belastet indirekt die Kosten für Hypotheken und verlängert den Abschwung im Bausektor.

Der US-Präsident hat in letzter Zeit verstärkt die öffentliche Konfrontation mit der Fed gesucht. Er äußert sich nicht mehr nur negativ über Jerome Powell, sondern versucht auch, eine Mehrheit loyaler Vertrauter in den Fed-Vorstand zu bringen, um möglicherweise die Präsidenten der regionalen Fedbanken zu entlassen – mit anderen Worten, um seinen Einfluss auf das FOMC (Federal Open Market Committee) auszuweiten. Anfang August wurde zu einem günstigen Zeitpunkt eine Stelle frei. Eine weitere könnte folgen, wenn die Entlassung von Lisa Cook von den Gerichten genehmigt wird. Für Trump würde ein starker Einfluss über die Fed nicht nur eine Beschleunigung der Zinssenkungen ermöglichen, sondern auch eine Möglichkeit darstellen, die Staatsverschuldung zu monetarisieren. Eine solche Möglichkeit, die derzeit rein theoretisch ist, dürfte die mittelfristigen Inflationserwartungen erhöhen. Dies ist ein Aufwärtsrisiko für die Zinsen und ein Abwärtsrisiko für den Dollar.

In den USA schließt die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaftstätigkeit eine spätere Korrektur nicht aus. Der US-Arbeitsmarkt sendet immer mehr negative Signale aus. Das Beschäftigungswachstum nähert sich einem Stillstand an. Aufgrund der anhaltenden Inflation schwächen sich die Reallohnzuwächse ab, sodass die Konsumausgaben – das Herzstück des US-Wachstumsmotors – tendenziell nachlassen. Ein Einbruch des Arbeitsmarktes könnte eine weitaus stärkere Verfestigung dieser Entwicklung auslösen. Der Konjunkturzyklus ist kurzfristig stark von einer Abschwächung bedroht. Die Fed ist sich dessen bewusst und scheint bereit, den vor neun Monaten ausgesetzten Zinssenkungszyklus in diesem Monat wieder aufzunehmen. Allerdings schränken gegensätzliche Belastungen ihres doppelten Mandats ihren Handlungsspielraum ein.

In den übrigen Teilen der Welt spiegelt der Konjunkturzyklus teilweise die Schwankungen des US-Wachstums wider. Im ersten Quartal, bevor die Zölle

eingeführt wurden, stieg die Nachfrage der USA nach ausländischen Gütern stark an, was zu einem Anstieg der Lagerbestände führte, bevor sie im zweiten Quartal wieder zurückging. Es ist noch zu früh, um grundlegendere Veränderungen in der Struktur des globalen Handels zu erkennen. Asiatische Länder, die als Transitzone für chinesische Exporte dienen, um den Zöllen von 2018 zu entgehen, sind von höheren Zöllen bedroht. China, dessen Wachstum aufgrund der schwachen Binnennachfrage stark von Exporten abhängt, wird daher nach anderen Wegen und anderen Märkten suchen.

In dieser Hinsicht sieht sich Europa einer doppelten Bedrohung ausgesetzt: Auf dem US-Markt sind seine Exporte weniger wettbewerbsfähig, und auf seinem Binnenmarkt sieht es sich der Konkurrenz aus China ausgesetzt. Europa, das sich im April gegen einen „gegenseitigen Zoll“ von 10 % ausgesprochen hatte, nimmt im August nur allzu gerne einen Zoll von 15 % in Kauf (Trump hatte mit 50 % gedroht). Deutschland ist trotz der Einigung über Automobilzölle anfällig. Deshalb sucht die neue Regierung nach einem neuen Wachstumsmotor, indem sie die Investitionsausgaben ankurbelt. Das Vertrauen der Unternehmen hat bisher wenig gelitten, aber dieser Konjunkturplan kommt nur langsam in Gang. Dieser Plan ist es, der teilweise die Hoffnungen auf eine Beschleunigung in der Eurozone stützt. Der andere Faktor für die Erholung ist eine Senkung der Sparquote der Haushalte, die ebenfalls bisher aufgeschoben wurde. Jetzt, da sich die Inflation normalisiert hat und der Arbeitsmarkt ziemlich stabil ist, scheint der Zinssenkungszyklus der EZB vorerst beendet zu sein.

In Frankreich hat sich im letzten Jahr fast nichts geändert, mit den gleichen toxischen Wechselwirkungen zwischen der politischen und sozialen Lage (Stillstand und Reformstau) und den fiskalischen Zwängen (Defizitreduktion). Die Märkte verlangen eine höhere Risikoprämie für Frankreich, was logisch ist. In weniger als einem Jahr sind zwei Regierungen das Vertrauen entzogen worden. Haushalte und Unternehmen sind zu Recht besorgt über die fiskalische Instabilität und die geplanten Steuererhöhungen und haben ihre Investitionspläne zurückgefahren.



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 Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) · Grégoire Charbit · Joachim Häger · Christophe Tadié · Benoit Claveranne · Alexander Ilgen. 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 BHFDBEFF500 - www.oddo-bhf.com