

BVR Research

# Volkswirtschaft **Kompakt**

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

## US-Wirtschaftspolitik – Neue Risiken durch Angriff auf Unabhängigkeit der Fed

### Executive Summary

Die aktuellen US-Zölle tun Deutschland weh, sind aber verkraftbar. Die wachstumsdämpfenden Wirkungen dürften bei  $-0,2\%$  bis  $-0,3\%$  liegen. Die konjunkturelle Erholung verschiebt sich damit weitgehend ins Jahr 2026. Das Finanzpaket ist ein wirksames Gegenmittel gegen die Belastung durch die Zölle, die Mittel müssen aber zielgerichtet für Investitionen in Verteidigung, Klimaschutz und Infrastruktur eingesetzt werden.

Die US-Wirtschaft wird nicht allein durch die Zollpolitik gebremst. Noch stärker dämpfend wirkt sich die Migrationspolitik aus. Nicht nur verringern die Deportationen das Arbeitsangebot, auch erhöht die sinkende Einwandererzahl die Arbeitskräfteknappheit. Kontraproduktiv wirkt in dieser Situation die expansive Fiskalpolitik, die dieses Problem zusätzlich verstärkt, Preisdruck erzeugt und die staatliche Schuldenquote weiter nach oben treibt.

Die Angriffe auf die Unabhängigkeit der Fed können weitreichende Folgen haben. Die Reputation der Notenbank, eine hohe Beschäftigung und niedrige Inflation zu sichern, könnte in Frage gestellt werden. Deutlich niedrige Leitzinsen können die Inflation weiter erhöhen, die bislang stabilen langfristigen Inflationserwartungen nach oben treiben und die Volatilität an den Finanzmärkten erhöhen.

Inwieweit Trump eine höhere Inflation hinnehmen würde, ist aber nicht sicher. Die Sorge vor einer hohen Inflation und den Belastungen für kleine und mittlere Einkommen war eine treibende Kraft bei Trumps Wahlerfolg. Ein Kursschwenk Trumps ist nicht ausgeschlossen, wenn die Inflation weiter steigen und der Umut in der Bevölkerung zunehmen sollte. Schon jetzt sinkt die Zustimmung der Bevölkerung zur Politik Trumps.



### Inhalt

**US-Wirtschaftspolitik – Neue Risiken durch  
Angriff auf Unabhängigkeit der Fed** 2  
Dr. Andreas Bley

**BVR Inflationsaussichten** 9  
Dr. Thomas Haas

**BVR Konjunkturbarometer** 10  
Dr. Gerit Vogt

# US-Wirtschaftspolitik – Neue Risiken durch Angriff auf Unabhängigkeit der Fed

Acht Monate nach der erneuten Inauguration Donald Trumps als US-Präsident im Januar hält sich Trump an seine Agenda aus dem Wahlkampf im vergangenen Herbst. Die Grundlinien seiner Politik entsprechen seinen Ankündigungen aus dem Wahlkampf – Trump tut, was er versprochen hat. Vier Themenbereiche prägen die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen seiner Präsidentschaft: Handelspolitik, Finanzpolitik, Migrationspolitik und Geldpolitik. Zusammengefasst dürfte das Ergebnis mittelfristig mehr Inflation, weniger Wirtschaftswachstum, eine höhere Staatsverschuldung sowie ein schwächerer US-Dollar sein mit voraussichtlich auch höheren langfristigen Zinsen. Angesichts der Größe der USA und ihrer Bedeutung für die Finanzmärkte dürfte die Trump'sche Politik („Trumponomics“) spürbare Rückwirkungen auf die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und Europa insgesamt haben. Die Unsicherheiten bleiben sehr hoch.

## Viele Ideen Trumps sind ökonomischer Unfug

Das ökonomische Rational für viele von Trumps Maßnahmen ist bizarr. Dies gilt ganz offensichtlich für die Handelspolitik. Aus der Perspektive Trumps ist es das Ziel, mit Zöllen die Handelsungleichgewichte jeweils im Verhältnis zu einzelnen Handelspartnern zu verringern. Die Vorstellung ist, dass Handelsdefizite die USA schädigen, angeblich weil sie zu einem Schrumpfen der US-Industrie geführt haben. Der Wertschöpfungsanteil der US-Industrie ist seit den 1970er Jahren von 25 % auf unter 10 % gesunken. Die Zölle sollen letztlich dazu dienen, die USA als Standort für die Industrie wieder zu stärken. Auch wird erwartet, dass die Zölle erhebliche Einnahmen für den Staat herbeiführen.

Die Argumentation weist eine Vielzahl von offensichtlichen Schwächen auf. Hierzu zählen:

- Der Rückgang der Wertschöpfung der US-Industrie lässt sich kaum auf die Handelsbilanzdefizite der USA zurückführen. Herrschende Meinung unter akademischen Ökonomen bleibt, dass der rückläufige Industrieanteil vor allem dem Strukturwandel zugunsten von Dienstleistungen zuzuschreiben ist. Ein Großteil des Rückgangs erfolgte bereits vor der Hochphase der Globalisierung in den 1990er Jahren.
- Ein schützender Zollsatz wirkt meistens eher negativ auf die Innovationskraft und die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie. Die Stahlzölle aus Trumps erster Amtszeit haben beispielsweise zu mehr Beschäftigung in der US-Metallindustrie geführt, über die hö-

heren Vorleistungspreise aber die Wettbewerbsfähigkeit in anderen Industrien, wie der Autoindustrie, geschwächt.

- Die reine Fokussierung auf den Warenhandel ist fragwürdig. Der hohe Überschuss der USA im Dienstleistungshandel (z. B. durch die BigTechs), der das Problem der Ungleichgewichte deutlich relativieren würde, wird ausgeblendet. Auch ist die Orientierung an bilateralen Handelsdefiziten unsinnig. Die für die Ableitung der Höhe der Zölle verwendete Formel ist zudem nicht schlüssig.
- Die makroökonomischen Ursachen des US-Leistungsbilanzdefizits werden ebenfalls außen vor gelassen. Hierzu zählen insbesondere die hohen Fiskaldefizite der USA. Buchhalterisch entspricht die Summe der Finanzierungssalden von Privathaushalten, Unternehmen und des Staates dem Leistungsbilanzsaldo der Volkswirtschaft. Liegt in Summe ein Finanzierungsdefizit vor, entspricht dies dem Leistungsbilanzdefizit, das in der Untergliederung die Waren- und die Dienstleistungsbilanz beinhaltet.

## Vorliebe für Zölle

Die Vorliebe Donald Trumps für Zölle („I am a tariff man“) zeigen sich an der prominenten Inszenierung dieses Instruments, wie beispielsweise dem so genannten „Liberation Day“ am 2. April dieses Jahres. Die Verkündung von Zöllen durch den US-Präsidenten ist allerdings nach überwiegendem Rechtsverständnis illegal. Normalerweise werden Zölle vom Kongress beschlossen. Dies wurde auch durch ein Gericht bestätigt, das allerdings die vorläufige weitere Anwendung der Zölle gestattete, um dem obersten Bundesgericht Zeit zu geben, sich damit zu befassen. In der aktuellen politischen Lage ist es allerdings unsicher, ob das oberste Bundesgericht pauschal gegen die Trump'sche Zollpolitik urteilen wird.

Per Erlass des Präsidenten ist die Verhängung von Zöllen nur in besonderen Situationen möglich, wie beispielsweise bei Wirtschaftskrisen („International Economic Emergencies“), worauf sich Trump auch mit Blick auf das „persistente und anhaltende“ Handelsbilanzdefizit beruft. Die US-Wirtschaft insgesamt ist allerdings von einer wirtschaftlichen Krise (im Sinne einer breit angelegten Wirtschaftsschwäche) weit entfernt. Trump selber beschwört immer wieder die gute wirtschaftliche Lage.

## Unklarheiten bei Zolldeal mit EU

Neben der Rechtmäßigkeit sind die präzisen Inhalte der Zollvereinbarungen oft schwer zu greifen. Dies ist sehr

deutlich bei der „Zolleinigung“ zwischen den USA und der EU-Kommission von Ende Juli zu erkennen. Die Einigung beinhaltet grundsätzlich einen Zollsatz von 15 % statt der zuvor angedrohten 30 % (höhere Zölle gelten für Stahl und Aluminium). Auch im September bleiben aber noch viele Fragezeichen.

Unklar ist beispielsweise, wie verbindlich Zusagen der EU zu Energieimporten und Investitionen in den USA sind. Die EU-Kommission hatte Käufe von Energie, im Wesentlichen Flüssiggas, aus den USA im Wert von 700 Mrd. Euro in den kommenden drei Jahren und Investitionen in den USA im Umfang von 550 Mrd. Euro in Aussicht gestellt. Die Kommission kann aber gar keine verbindlichen Zusagen über solche Ausgaben machen, was auch Trump bewusst sein müsste. Investitionen in den USA und Energieimporte sind grundsätzlich rein privatwirtschaftliche Entscheidungen und von den Mitgliedstaaten sind keine Finanzierungszusagen bekannt.

Ein typisches Merkmal für die bilateralen Zollvereinbarungen Trumps ist zudem, dass es keinen Streitschlichtungsmechanismus gibt. Zu befürchten ist, dass bei (erwartbaren) Meinungsunterschieden über die Erfüllung der Vereinbarung, diese schnell wieder obsolet werden wird. Beispielsweise überlegt Donald Trump Maßnahmen gegen EU-Staaten wie beispielsweise Frankreich und Italien einzuleiten, die Digitalsteuern erheben (die vor allem US-BigTechs belasten).

### Hat Trump beim EU-Deal „gewonnen“?

Die Bewertung des „Handelsdeals“ fiel in Deutschland uneinheitlich aus. Manche Beobachter sahen Trump als den Gewinner, zum einen, weil die EU grosso modo nun einen Zollsatz von 15 % verkraften muss, anstatt der bisher niedrigeren Sätze und zum anderen auf Gegenzölle verzichtet hat. Es besteht die Gefahr fälschlicherweise anzunehmen, dass höhere Zölle ein Erfolg der USA seien. Tatsächlich schaden die Zölle am meisten den USA selbst und dort vor allem den Konsumenten. Vermutlich war für die EU nicht mehr erreichbar als eine Begrenzung der Zollsätze, die mit 15 % für die meisten

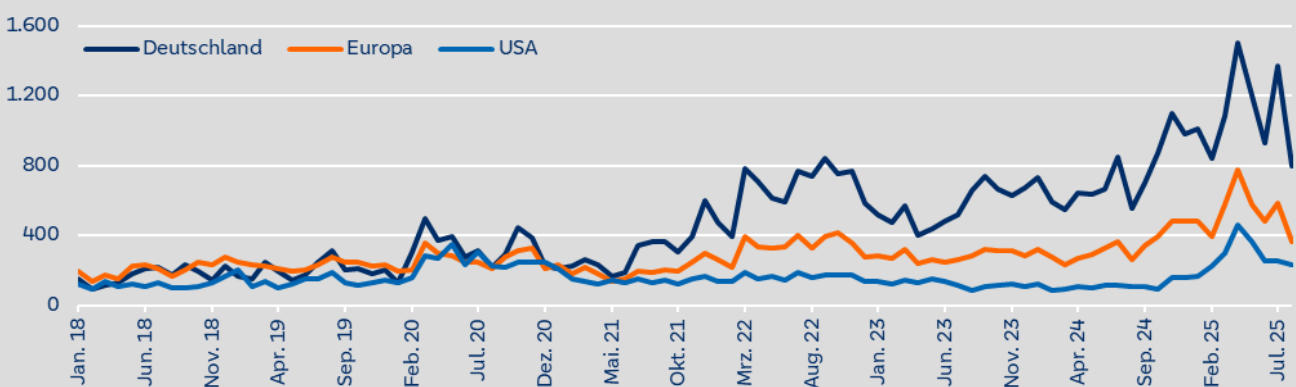
Waren deutlich unter den von Trump zwischenzeitlich angedrohten 30 % liegen. Außerdem kann der Handelskonflikt mit den USA nicht losgelöst werden von den weiteren geopolitischen Fragestellungen, insbesondere dem Ukrainekrieg und der Verteidigungsfähigkeit Europas, gesehen werden. Auf diesen Feldern ist Europa auf Unterstützung der USA angewiesen.

### Immense Politik-Unsicherheiten

Sechs Wochen nach der Meldung einer Einigung im Handelsstreit bleibt die Unsicherheit immens und es ist jederzeit möglich, dass die USA auf Nachverhandlungen und einer weiteren Konkretisierung der Zusagen bestehen. Die Unsicherheiten über die Wirtschaftspolitik kommen in dem Economic Policy Uncertainty Index zum Ausdruck, der aus der Medienanalyse gewonnen wird (siehe Abb. 1). Er zeigt, dass die Unsicherheit in Deutschland mit der Corona-Pandemie, dem Ukrainekrieg, dem Zusammenbruch der Ampelregierung und des US-Präsidentenwahlen auf immer neue Höhen gestiegen ist. Ein Allzeithoch erreichte der Index im Zuge des sogenannten „Liberation Day“, an dem Trump massive Zollerhöhungen gegenüber fast allen Handelspartnern ankündigte. Die vielen offenen Fragen, die mit den US-Zöllen und den „Handelsdeals“ verbunden sind, haben dafür gesorgt, dass die Unsicherheit nicht substantiell zurückgegangen ist.

In Deutschland als Exportnation ist die Unsicherheit noch deutlich stärker nach oben geschossen als in der EU insgesamt oder den USA. Aber auch in den USA markierte die Unsicherheit nach dem „Liberation Day“ einen Höchststand. Gemessen an Referenzwerten – der Index ist für die Jahre bis 2010 auf 100 normiert – zeigt sich, wie außergewöhnlich die aktuelle Lage in historischer Betrachtung ist.

Abb. 1: Wirtschaftspolitische Unsicherheit in Punkten



### Der effektive Zollsatz der USA

Das Budget Lab an der Yale University berechnet aus den aktuellen Zollsätzen für die einzelnen Handelspartner einen durchschnittlichen effektiven Zollsatz für die gesamten US-Einfuhren. Dieser berücksichtigt neben dem nominalen Zollsatz auf Waren auch Vorprodukte oder Verlagerungen von Handelsströmen und gibt damit einem realistischeren Bild der tatsächlichen, durchschnittlichen Zollbelastung und ihrer Auswirkungen (siehe Abb. 2).

- Er liegt im August 2025 bei 18,6 % und damit auf dem höchsten Stand seit 90 Jahren. Anfang 2025 hatte er noch bei 2,4 % gelegen.
- In der EU lag der durchschnittliche Zollsatz nach Berechnungen der WTO nur wenig höher bei 3 %.
- Im Anschluss an die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre waren die US-Zölle im Zuge internationaler Abkommen – vom 1948 vereinbarten General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) bis schließlich zur Errichtung der Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 1994 – von 20 % (1933) über 9 % (1945) bis auf 1,5 % vor der ersten Amtszeit Trumps als US-Präsident zurückgegangen.

### Zwischenbilanz: Zoll auf 90-Jahres-Hoch

Die US-Zölle haben im Spätsommer, acht Monate nach dem Amtsantritt Trumps, das höchste Niveau seit 90 Jahren erreicht. Die Fortschritte der nach der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre begonnenen Handelsliberalisierung, die 1995 zur Errichtung der Welthandelsorganisation (WHO) führten, haben sich damit für

die USA weitgehend zerschlagen. Kurzfristig werden die Staatsfinanzen der USA über die Mehreinnahmen aus den Zöllen zwar entlastet, per Saldo überwiegen die Nachteile deutlich.

### Zölle belasten Verbraucher ...

Eine offensichtliche Auswirkung der hohen Zölle ist ein Anstieg der US-Verbraucherpreise. In dieser Hinsicht ähneln Zölle einer Mehrwertsteuer, die allerdings nur auf importierte Waren gilt. Der Handelstheoretiker und Nobelpreisträger Paul Krugman rechnet auf der Grundlage der Anfang August bekannten Zollsätze mit einem einmaligen Anstieg der Verbraucherpreise um 2 %, der sich in den kommenden Monaten zunehmend in einem Anstieg der Inflationsrate zeigen sollte.

Höhere Preise sind aber auch mit einer rückläufigen Nachfrage verbunden. Die Kaufkraft nimmt gerade auch bei Haushalten mit kleinen und mittleren Einkommen durch die Zölle ab. Nach Rechnungen Krugmans, dürfte dieser Effekt die Größenordnung von 2.000 US-Dollar pro Jahr ausmachen. Insofern könnte die Nachfrageverringering für manche Branchen durchaus spürbar ausfallen.

### ... und schwächen das Wachstum

Die Auswirkungen der Zölle auf das US-Wirtschaftswachstum dürften sich nach Schätzungen des Budget Lab an der Yale University (Stand Anfang August) in den Jahren 2025 und 2026 immerhin auf -0,5 Prozentpunkte belaufen. Es handelt sich um einen einmaligen und nicht um einen jährlich erneut anfallenden Verlust. Bezogen auf die Wirtschaftsleistung im Jahr 2024 ergibt dies einen Betrag von rund 240 Mrd. Euro für die beiden Jahre. Gleichzeitig dürfte die Anzahl der abhängig Beschäftigten bis Ende 2025 um rund 500.000 zurückgehen (etwa -0,4 %).

Abb. 2: Durchschnittlicher effektiver US-Zollsatz 2025 in Prozent



### **Zölle können US-Haushaltsdefizit nicht schließen**

Die Warenimporte der USA lagen 2024 bei 3,4 Bio. US-Dollar, das fiskalische Defizit wird für 2025 auf rund 2 Bio. US-Dollar geschätzt. Das Schließen der staatlichen Budgetlücke durch Zölle dürfte bei realistischen Zollsätzen und unter Berücksichtigung von Ausweichreaktionen nicht möglich sein, wohl aber können Zölle die Budgetlücke verkleinern. Nach Schätzungen des Congressional Budget Office (CBO) vom August dürften die (bis dorthin vereinbarten) Zölle das Haushaltsdefizit in den kommenden Jahren um rund 10 % vermindern.

### **Große Wachstumsverluste durch Migrationspolitik möglich**

Als „Wachstumskiller“ darf in den USA neben der Zollpolitik die Migrationspolitik nicht außer Acht gelassen werden. Das konservative American Enterprise Institute (AEI) hält 2025 eine negative Netto-Einwanderung für wahrscheinlich, die Spannweite der Szenarien liegt zwischen einem Einwanderungsplus von 125.000 Personen und einem Minus von 500.000 Personen. Die Schätzungen sind mit hohen Unsicherheiten behaftet, da belastbare Zahlen für dieses Jahr noch nicht vorliegen. Dies gilt insbesondere auch für die Zahl der Deportationen. Zur Einordnung: Historisch lag die Nettoeinwanderung in den vergangenen Jahrzehnten meist knapp über der Marke von rund 1 Mio. In den Jahren 2023 und 2024 hatte sie kurzzeitig hohe Stände von 3,3 und 2,7 Mio. Personen erreicht.

Eine drastische Verringerung der Netto-Einwanderung hat merkliche Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt und damit auch auf das Wirtschaftswachstum. Wichtig für die Arbeitsmarkteffekte und damit auch für das Wirtschaftswachstum (und die Inflation) ist zudem nicht nur die Erhöhung der Auswärts- sondern auch die Verringerung der Einwärts-Migration. Die Deportation schwächen die Anreize für undokumentierte Einwanderung, aber aufgrund des Stimmungswandels und anderer Restriktionen auch für legale Einwanderer. Nach einer Studie der Federal Reserve Bank in Dallas vom Juli 2025 würde eine anhaltende Verringerung der Netto-Einwanderung auf null das US-Wirtschaftswachstum 2025 um rund 0,8 Prozentpunkte und 2027 um einen halben Prozentpunkt verringern (die negativen Effekte würden auch darüber hinaus anhalten).

Nicht nur in Deutschland benötigt die Wirtschaft Einwanderer. In den USA wurde das Beschäftigungswachstum

in den vergangenen Jahren überwiegend durch die Einwanderung getrieben. Dadurch erhöhte sich die erwerbsfähige Bevölkerung in den vergangenen Jahrzehnten im Schnitt um rund 0,7 % pro Jahr. Auf die in den USA geborene Bevölkerung ist ein immer kleinerer Teil zurückzuführen. Denn auch in den USA altert die Bevölkerung, wenn auch nicht so stark wie in Deutschland. Die Zahl der Geburten sinkt und wird 2030 mit der Zahl der Todesfälle gleichziehen. Das Bevölkerungswachstum, das viele Jahrzehnte das Wirtschaftswachstum in den USA unterstützt hat, wird dann ohne Einwanderung negativ ausfallen und das Wachstum bremsen.

### **Finanzpolitik bleibt stark expansiv**

Den arbeitsverknappenden Effekten der Handels- und der Migrationspolitik stehen expansive Impulse der Finanzpolitik, als dritter Säule der Trumponomics, entgegen. Die zentralen Stellschrauben wurden hierfür im „One Big Beautiful Bill Act“ festgelegt, der Anfang Juli verabschiedet wurde. Auf den ersten Blick wirken die finanziellen Wirkungen gewaltig: Nach Rechnungen der unabhängigen Tax Foundation dürfte das Gesetz im Verlauf der kommenden zehn Jahre zu einem zusätzlichen Defizit von 3 Bio. US-Dollar führen. Gemessen an der Wirtschaftsleistung der USA ist der Effekt aber nur moderat. Das Bruttoinlandsprodukt der USA lag 2024 bei 29 Bio. US-Dollar. Das zusätzliche Defizit liegt damit pro Jahr in der Größenordnung eines Prozentpunktes. Es addiert sich allerdings zu der mit 6 % schon hohen staatlichen Finanzierungslücke.

Das Hauptproblem der Trumponomics ist das finanzpolitische Gasgeben in einer Situation, in der Bremsen angezeigt wäre. So wurden befristete Steuererleichterungen aus der ersten Amtszeit Trumps verlängert, statt eine Konsolidierung einzuleiten. Die expansive Politik führt angesichts der Arbeitskräfteknappheit hauptsächlich zu Preissteigerungen und wenig zusätzlichem Wachstum. Das Problem der hohen Staatsverschuldung und wachsender Zinskosten wird dadurch verstärkt. Nach der jüngsten Projektion des Congressional Budget Offices vom März 2025 dürfte die Staatsschuldenquote von 122 % Ende 2024 kontinuierlich ansteigen und 2035 bereits 135 % erreichen. Diese Rechnungen aus dem ersten Quartal enthalten noch nicht die zusätzlichen Schulden durch den „One Big Beautiful Bill Act“.

### **Angriff auf die Unabhängigkeit der Fed**

Der vierte auch für Europa wichtige Komponente der Trumponomics sind die Anstrengungen Trumps, die Geldpolitik der Fed zu beeinflussen. Trump hat signalisiert, dass er einen Leitzins von 1 % statt des aktuell geltenden Satzes von 4,25 % bis 4,5 % für angemessen hält. Damit strebt er eine ganz andere Größenordnung der Leitzinsen an, als sie von der Fed erwogen werden. Für die geldpolitische Sitzung am Mittwoch, dem 17. September, ist mit einer leichten Verringerung des Fed-

Leitzinses um 25 Basispunkte auf 4,0 % bis 4,25 % zu rechnen.

Mit der Entlassung der Fed-Gouverneurin Lisa Cook Ende August hat Donald Trump die Möglichkeit, die Mehrheitsverhältnisse im zwölfköpfigen Offenmarktausschuss der Fed, der über die Zinsen entscheidet, in seine Richtung zu verschieben. Zuvor hatte bereits mit Adriana Kugler ein weiteres Mitglied des Ausschusses – ohne Angabe von Gründen – gekündigt und wird durch den Trump-loyalen Stephen Miran, der bislang den Beraterstab des Präsidenten („Council of Economic Advisors“) geleitet hat, ersetzt. Abzuwarten ist noch, ob die Entlassung Lisa Cooks rechtmäßig erfolgt ist. Hierüber wird voraussichtlich der oberste Gerichtshof der USA eine Entscheidung treffen. Nach einer Gerichtsentscheidung zu ihren Gunsten kann sie an der aktuell anstehenden Sitzung des Offenmarktausschusses noch teilnehmen.

### Langfristige Inflationserwartungen könnten steigen

Unabhängig davon bahnt sich eine Situation an, in der eine deutlich lockerere Geldpolitik möglich erscheint, als sie geldpolitisch angezeigt wäre. Die Folgen wären weitreichend und sind im Einzelnen noch schwer abzuschätzen. In jedem Fall würde die Glaubwürdigkeit der Fed durch eine Besetzung wichtiger Posten mit willfährigen Vollstreckern der präsidentialen Wünsche erheblich beschädigt. Dies würde zu einer Erhöhung der Inflati-

onserwartungen an den Finanzmärkten, bei Unternehmen und den Privathaushalten führen. Stabile niedrige Inflationserwartungen sind der heilige Gral der Geldpolitik. Sie ermöglichen es der Notenbank beispielsweise, bei einem Anstieg der Inflation deutlich zurückhaltender an der Zinsschraube zu drehen als eine Notenbank mit einer weniger guten Reputation. Damit fallen die volkswirtschaftlichen Kosten der Inflationsbekämpfung deutlich geringer aus.

Höhere Inflationserwartungen spiegeln sich in höheren langfristigen Zinsen wider. Es kann daher sein, dass eine lockerere Geldpolitik zwar die kurzen Zinsen senkt, die langfristigen Zinsen aber höher ausfallen. Die von Trump geäußerte Hoffnung, dass eine von ihm gelenkte Fed mit niedrigeren Leitzinsen die Baufinanzierung erleichtern wird, könnte sich daher als trügerisch erweisen.

In welchem Ausmaß die Geldpolitik sich von ihrem Mandat entfernen würde, lässt sich aber derzeit noch kaum beurteilen. Es ist unklar, inwieweit Donald Trump und eine ihm gefügige Fed deutliche Verfehlungen des Inflationsziels der Fed von 2 % hinnehmen werden. Die Sorge vor einer hohen Inflation und den Belastungen für kleine und mittlere Einkommen war eine treibende Kraft bei Trumps Wahlerfolg. Schon jetzt sinkt die Zustimmung der Bevölkerung zur Politik Trumps. Ein Kursschwenk Trumps ist nicht völlig ausgeschlossen, wenn die Inflation weiter steigen und der Umut in der Bevölkerung zunehmen sollte. Sorgen bereitet in diesem Zusammenhang die Neubesetzung der Leitung des Bureau of Labor

## US-Wirtschaftspolitik – Das Gesamtbild

### Handelspolitik

- höchste Zölle seit 90 Jahren
- keine Verlässlichkeit der Politik
- kein wirksamer Schutz des US-Industriesektors
- hohe Belastung für US-Verbraucher

### Finanzpolitik

- niedrige Unternehmenssteuern (verlängert)
- expansive Fiskalpolitik
- kein Ausgleich durch Zolleinnahmen
- weiterer Anstieg der Staatsschuldenquote

### Migrationspolitik

- hohe Deportationen
- Rückgang der Einwanderung
- zusätzliche Verknappung US-Arbeitsangebot
- besonders betroffen Landwirtschaft, Bau, Industrie, personenbezogene Dienste

### Geldpolitik

- Präsidialer Einfluss schwächt Glaubwürdigkeit der Fed
- Leitzins niedriger als bei unabhängiger Fed
- höhere Inflationserwartungen
- langfristige Zinsen könnten steigen

- Rückgang Wirtschaftswachstum
- Anstieg Inflation

- Anstieg Staatsschulden
- Langfristige Zinsen könnten steigen

Statistics (BLS), die mit dem Verdacht einhergeht, die wichtigen Zahlen zu Inflation und Beschäftigung könnten in der Zukunft „geschönt“ werden.

## Ernüchterndes Gesamtbild

Zusammengenommen ergibt sich ein ernüchterndes Gesamtbild (siehe „Das Gesamtbild“):

- Die Wirtschaftspolitik hat einen spürbar dämpfenden Einfluss auf das US-Wirtschaftswachstum. Der Teil, der auf die Zölle zurückzuführen ist, ist temporär. Wird die Dämpfung der Netto-Einwanderung dauerhaft beibehalten, verringert sich auch das Trendwachstum in den USA merklich. Dies gilt zumindest, wenn die Grundausrichtung der Wirtschaftspolitik nicht verändert wird.
- Die Inflation dürfte infolge der hohen Zölle und zu erwartender Knappheiten ebenfalls unter Aufwärtsdruck stehen. Im August lag der Anstieg der Verbraucherpreise bei 2,9 % und die um schwankungsanfällige Komponenten bereinigte Kernrate mit 3,1 % noch etwas höher. Verstärkt würde dieser Effekt, wenn die Geldpolitik nach Trump'scher Manier expansiver ausgestaltet würde.

## Finanzmärkte bislang robust

Die Finanzmärkte haben bislang robust auf die Wirtschaftspolitik Donald Trumps reagiert. So ist der S&P 500 seit dem Jahresbeginn um gut 10 % gestiegen (siehe Abb. 3). Zwar haben die Zollankündigungen zum so genannten Liberation Day den US-Aktienindex Anfang April in die Tiefe gezogen. Zwischen Februar und Mitte April rutschte der Index um rund 20 % nach unten und notierte kurzzeitig unter der Marke von 5.000 Punkten. Doch bis zur Jahresmitte hatte der Index die Verluste wieder wettgemacht. Treiber waren der KI-Optimismus und generell die expansive US-Finanzpolitik.



Marktkorrekturen und Krisen bahnen sich oft lange an, bevor sie dann plötzlich eintreten. Rüdiger Dornbusch – ein berühmter deutscher Außenwirtschaftsexperte am MIT – hatte diesen Zusammenhang 1997 in folgende Worte gefasst: „*Crises take longer to arrive than you can imagine, but when they do come, they happen faster than you can possibly imagine.*“

Wie nachhaltig die positive Aktienmarktentwicklung sein wird, muss sich noch zeigen. Die Wahrscheinlichkeit einer Kurskorrektur ist gestiegen:

- Es ist fraglich, ob die Künstliche Intelligenz den hohen Ertragserwartungen gerecht werden wird. Hierfür spricht auch ein Papier des Ökonomie-Nobelpreisträgers Daron Acemoglu (The Simple Macroeconomics of AI) aus dem vergangenen Jahr.
- Dem bestehenden Aktien-Optimismus entgegen stehen die massiven Zollerhöhungen der USA und die Migrationspolitik. Die Zölle dürften die Einfuhrpreise für viele US-Unternehmen erhöhen und letztendlich größtenteils an die Verbraucher weitergegeben werden.
- Die Migrationspolitik verknüpft das Arbeitsangebot und sorgt damit auch für höhere Preise
- Diese Effekte sind noch nicht voll eingetreten. Viele Unternehmen versuchen, so lange wie möglich auf Preiserhöhungen zu verzichten, was allerdings ihre Margen dämpft. Auch haben viele Unternehmen versucht, durch Lagerhaltung die Auswirkungen der Zölle abzufedern.
- Nach und nach sollten die Zölle aber in Form einer steigenden Inflation und eines schwächeren Wachstums sichtbar werden. Entsprechend sind die Erzeu-

Abb. 3: Aktienmarkt bislang robust  
S&P 500, in Punkten



gerpreise in den USA im Juli bereits deutlich gestiegen und auch bei den Verbraucherpreisen ist ein Aufwärtsdruck spürbar.

### Was bedeutet das für Deutschland?

**Zölle:** Die Folgen der US-Wirtschaftspolitik sind vielfältig. Die US-Zölle, wie sie aktuell gelten, verringern nach Schätzungen deutscher Forschungsinstitute das Wirtschaftswachstum in Deutschland einmalig um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte. Diese wachstumsdämpfenden Effekte würden Ende 2026 auslaufen. Die Wirkungen sind somit erheblich, aber nicht katastrophal. Dies gilt allerdings nur für die Wirtschaft insgesamt. Viel stärker sind die Auswirkungen auf die besonders betroffenen Branchen.

**Weltwirtschaftswachstum:** Die US-Wirtschaftspolitik dürfte das Wachstum in den USA dämpfen. Dies dürfte das Weltwirtschaftswachstum leicht verlangsamen, auch wenn die negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum anderer Staaten nicht zusätzlich eingerechnet wird. Die USA haben einen Anteil von rund 15 % an der Weltwirtschaft, sodass sich das Weltwirtschaftswachstum bei einem möglichen Rückgang des Wachstumstempos in den USA beispielsweise von 1 % um rund 0,15 Prozentpunkte verlangsamen wird. Für die Jahre 2025 und 2026 rechnet der IWF Stand Juli mit einem moderaten Anstieg des Weltwirtschaftswachstums von rund 3 % bei erhöhten Unsicherheiten.

**Inflation:** Die Wirkungen auf die Inflation in Deutschland sind vermutlich eher gering. Die meisten Analysen gehen davon aus, dass die Inflation insgesamt etwas niedriger ausfällt. Ursache sind vor allem Handelsumleitungseffekte. Exporteure aus Drittstaaten, wie insbesondere auch China, versuchen, ursprünglich für die USA produzierte Güter, auf anderen Märkten mit niedrigeren Zöllen zu verkaufen. Dies wirkt sich entweder bei Konsumgütern direkt oder bei Vorleistungsgütern indirekt über die Wertschöpfungskette preis- bzw. kostensenkend aus.

**Wechselkurs:** Die Attraktivität des US-Dollar dürfte abnehmen. Hierzu trägt die Unberechenbarkeit der Politik und die Schwächung der USA als Wirtschaftsstandort bei. Im Falle zusätzlich sinkender US-Leitzinsen infolge eines verstärkten präsidentiellen Einflusses auf die geldpolitischen Entscheidungen der Fed wäre mit einer weiteren Abwertung des US-Dollars zu rechnen. Viel wird in Europa spekuliert, ob dadurch die internationale Rolle des Euro gestärkt werden wird. Die Bedeutung des Euro mag tatsächlich durch die Schwäche der USA zunehmen. Angesichts der Fragmentierung der EU und insbesondere der Anleihemärkte ist eine massive Verschiebung von Anlagemitteln nach Europa eher nicht zu erwarten.

### Finanzpaket als potentes Gegenmittel

Mit der Grundgesetzänderung im März wurden die finanzpolitischen Spielräume der Bundesregierung und der Länder deutlich erweitert. Die wachstumsdämpfenden Wirkungen durch die US-Wirtschaftspolitik können damit rechnerisch gut ausgeglichen werden. Das Finanzpaket kann ein potentes Gegenmittel gegen die Belastungen darstellen, auch wenn sich die Belastungen für die unterschiedlichen Branchen nicht passgenau ausgleichen lassen.

Dies gilt aber nur, wenn die Bundesregierung diese Gelder auch sinnvoll einsetzt. Wichtig sind zielgerichtete Investitionen in Verteidigung, Infrastruktur und Klimaschutz. Die sich abzeichnenden gravierenden Mittelverschiebungen hin zu konsumtiven Staatsausgaben lassen befürchten, dass der Mitteleinsatz in erheblichem Umfang verpuffen wird. Hier sollte die Bundesregierung dringend nacharbeiten.

# BVR Inflationsaussichten

## Seitwärtsbewegung bei Inflationsaussichten

Die BVR Inflationsaussichten liegen im August mit 41 Punkten weiterhin unter der neutralen Marke von 50 Punkten. Die seit mehreren Monaten andauernde Bodenbildung und Seitwärtsbewegung setzt sich somit fort.

Die jüngsten EZB-Prognosen vom September 2025 gehen von einer Beruhigung der Inflationsdynamik im Euroraum aus. In den kommenden beiden Jahren dürfte das Inflationsziel leicht unterschritten werden. Dazu dürften Basiseffekte bei den Energiepreisen beitragen. Aber auch die Inflation bei Dienstleistungen und Lebensmitteln dürfte sich deutlich beruhigen. Die CO<sub>2</sub>-Bepreisung im Euroraum wird hingegen für leichten Auftrieb sorgen. Die Auswirkungen des US-Handelskonflikts und möglicher Zweitrundeneffekte über Lieferengpässe oder Umlenkungen von Handelsströmen bleiben unsicher.

## Konjunktur bleibt schwach

Mit 40 Punkten liegt die Konjunkturkomponente weiterhin deutlich unter dem neutralen Wert von 50 Punkten. Im Vergleich zu den Vormonaten deutet sich jedoch eine Aufwärtsbewegung an.

Zwar hat sich das Wachstum der Industrieproduktion jüngst stabilisiert, doch die Auftragsbestände in der Industrie im Euroraum sind wieder zurückgegangen. Gleichzeitig bleibt das Geschäftsklima getrübt und die Kapazitätsauslastung verharret auf dem niedrigen Niveau der Vorquartale. Die konjunkturellen Aussichten hängen

stark von den Entwicklungen der amerikanischen Handelspolitik sowie dem Anlaufen der finanzpolitischen Maßnahmen der Bundesregierung ab.

## Stärkerer Euro senkt Preisdruck

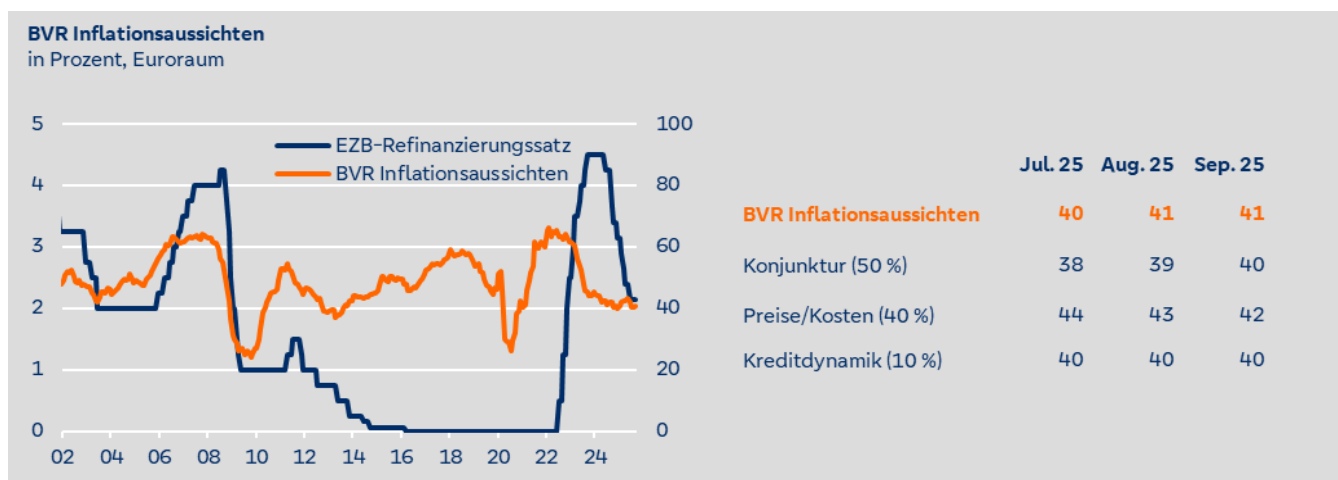
Mit 42 Punkten liegt auch der Teilindikator für Preise/Kosten weiterhin unter der neutralen Marke von 50 Punkten sowie unter den Werten der Vormonate. Der Preisdruck der vergangenen Jahre ist nachhaltig zurückgegangen und dürfte vorerst gedämpft bleiben.

Das Wachstum der Lohnstückkosten hat sich weiter beruhigt. Der Lohnanstieg im Euroraum dürfte Schätzungen der EZB zufolge im Jahresverlauf noch weiter zurückgehen. Die Produktionsausweitungen der OPEC+-Länder tragen dazu bei, dass der Ölpreis keinen starken Preisdruck erzeugt. Auch der vergleichsweise starke Euro-Wechselkurs gegenüber den wichtigsten Handelspartnern wirkt preisdämpfend.

## Kreditvergabe legt moderat zu

Der Indikator für die Kreditdynamik bleibt weiterhin bei 40 Punkten. Obwohl die Geldpolitik sich normalisiert hat, geht vom Kreditwachstum bislang wenig Preisdruck aus.

Das Kreditwachstum im Euroraum für den Privatsektor hat sich im Juli mit 2,8 % etwas beruhigt. Die Kredite an private Haushalte stiegen um 2,4 % und damit etwas stärker als im Vormonat. Auch die Kredite an Unternehmen im Euroraum wuchsen mit 2,8 % etwas stärker.



Die BVR Inflationsaussichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen null und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von 2 % verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quelle: BVR, LSEG Workspace

# BVR Konjunkturbarometer

## Barometer unverändert bei 45 Punkten

Im Spätsommer dauert die hartnäckige Wirtschaftsflaute in Deutschland noch immer an. Die Exportwirtschaft wird durch die US-Importzölle gedämpft. Auch in vielen anderen Wirtschaftsbereichen bleibt die Nachfrage verhalten, belastet unter anderem durch hohe Kosten, bürokratische Lasten und enormen Unsicherheiten.

Die andauernde Wirtschaftsflaute zeigt sich auch im BVR Konjunkturbarometer. Das Barometer wird nach aktuellem Rechenstand im September bei, gegenüber den Vormonaten unveränderten, 45 Punkten bleiben. Der mittlere Stand des Barometers signalisiert für das zu Ende gehende 3. Quartal bestenfalls einen leichten Anstieg des preis-, kalender- und saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP).

## Stimmungsindikatoren tendieren uneinheitlich

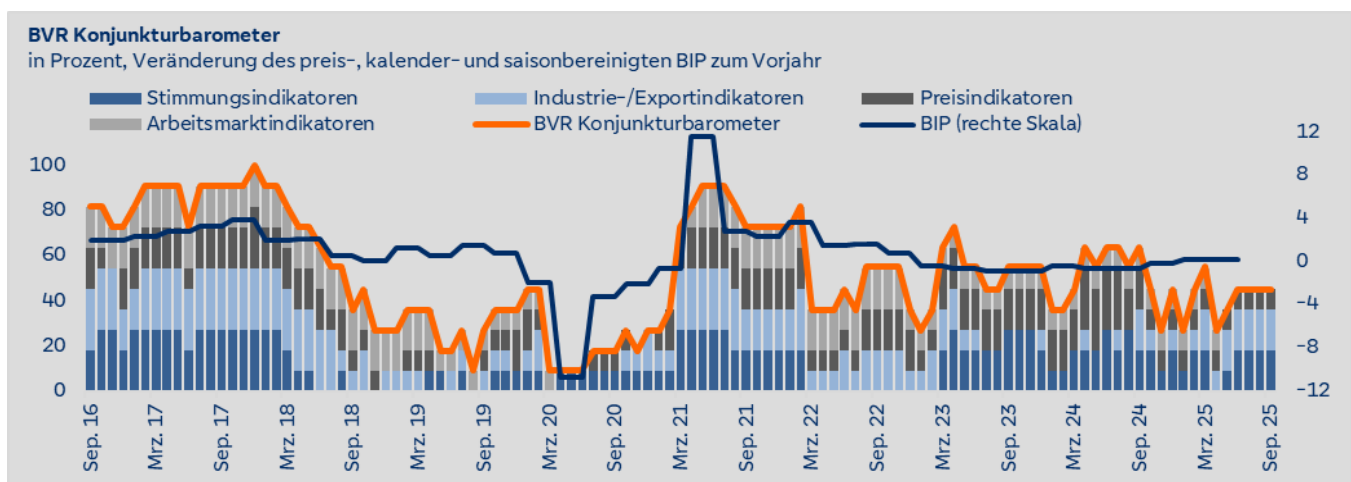
Im August tendierten die in das BVR Konjunkturbarometer eingehenden Stimmungsindikatoren in unterschiedliche Richtungen. Während sich das ifo Geschäftsklima weiter leicht aufhellte, befördert von der erzielten Grundsatzvereinigung im US-EU-Zollstreit und der Hoffnung auf die Wachstumsimpulse der Bundesregierung, haben sich die ZEW-Konjunkturerwartungen und das Verbrauchervertrauen etwas eingetrübt, wohl auch wegen zunehmender Sorgen um die Arbeitsmarktlage. So ist die Arbeitslosenrate in Deutschland während der üblichen Sommerpause erstmals seit Anfang 2015 über die Marke von 3 Millionen gestiegen. Trotz des leichten Rückgangs des ZEW-Indikators und des Verbraucher-

vertrauens befinden sich die genannten Stimmungsindikatoren noch immer einheitlich über ihren Vorjahresmonatsständen und üben damit eine merkliche Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer aus.

## Durchwachsene Industrie-/Exportindikatoren

Die amtlichen Daten zur Industriekonjunktur und zum Exportgeschäft fielen jüngst durchwachsen aus. Zwar ist die Industrieproduktion im Juli gegenüber dem Vormonat preis-, kalender und saisonbereinigt um 2,2 % gestiegen, nachdem sie im Vormonat noch zurückgegangen war. Beim Industrieauftragseingang und bei den Wareneinfuhren mussten aber neuerliche Rückschläge hingenommen werden. Die Neuaufträge sanken um 2,9 %, wobei die Auslandsaufträge etwas stärker nachgaben als die Inlandsorders. Die Warenexporte verminderten sich um 0,6 %, wozu auch der weitere Rückgang im Geschäft mit den USA (-7,9 %) beitrug. Trotz des Rückgangs der Ausfuhren und der Industrieaufträge geht von der Komponente der Industrie-/Exportindikatoren aber nach wie vor eine gewisse Steigerungs- bzw. Stabilisierungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer aus, da sowohl die Ausfuhren als auch die Industrieproduktion ihre Vorjahresmonatswerte übersteigen.

Demgegenüber wirken die Preis- und Arbeitsmarktindikatoren überwiegend dämpfend auf das Barometer, da sie im Allgemeinen unter ihren Vorjahresvergleichswerten liegen. Eine Ausnahme ist hier der DAX, der jüngst mit knapp 24.000 Punkten gegenüber dem Vorjahresmonat weiterhin deutlich im Plus liegt.



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen null und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmungsklimaindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrie-Auftragseingang, Industrieproduktion, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (DAX, Geldmarktzins, Rohölpreis) und 2 Arbeitsmarktindikatoren (Erwerbstätige, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quelle: BVR, LSEG Workspace

**Bundesverband  
der Deutschen  
Volksbanken und  
Raiffeisenbanken**

Schellingstr. 4  
10785 Berlin

**Ansprechpartner**  
Dr. Andreas Bley

Abteilung Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik  
Telefon: (030) 2021-1500

E-Mail: [volkswirtschaft@bvr.de](mailto:volkswirtschaft@bvr.de)  
Internet: [www.bvr.de](http://www.bvr.de)