



Konjunktur & Finanzmärkte

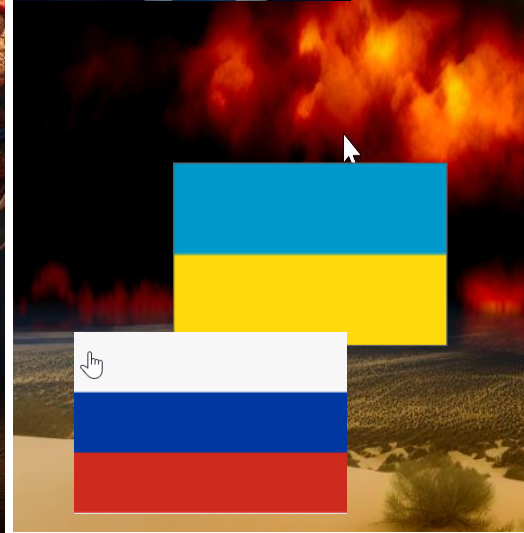
Washington ohne Geld, Paris ohne Regierung

Sonja Marten
Leiterin Research Devisen & Geldpolitik
DZ BANK, Frankfurt
16. Oktober 2025

Kriege, schwache NATO, Trump ohne Konzept

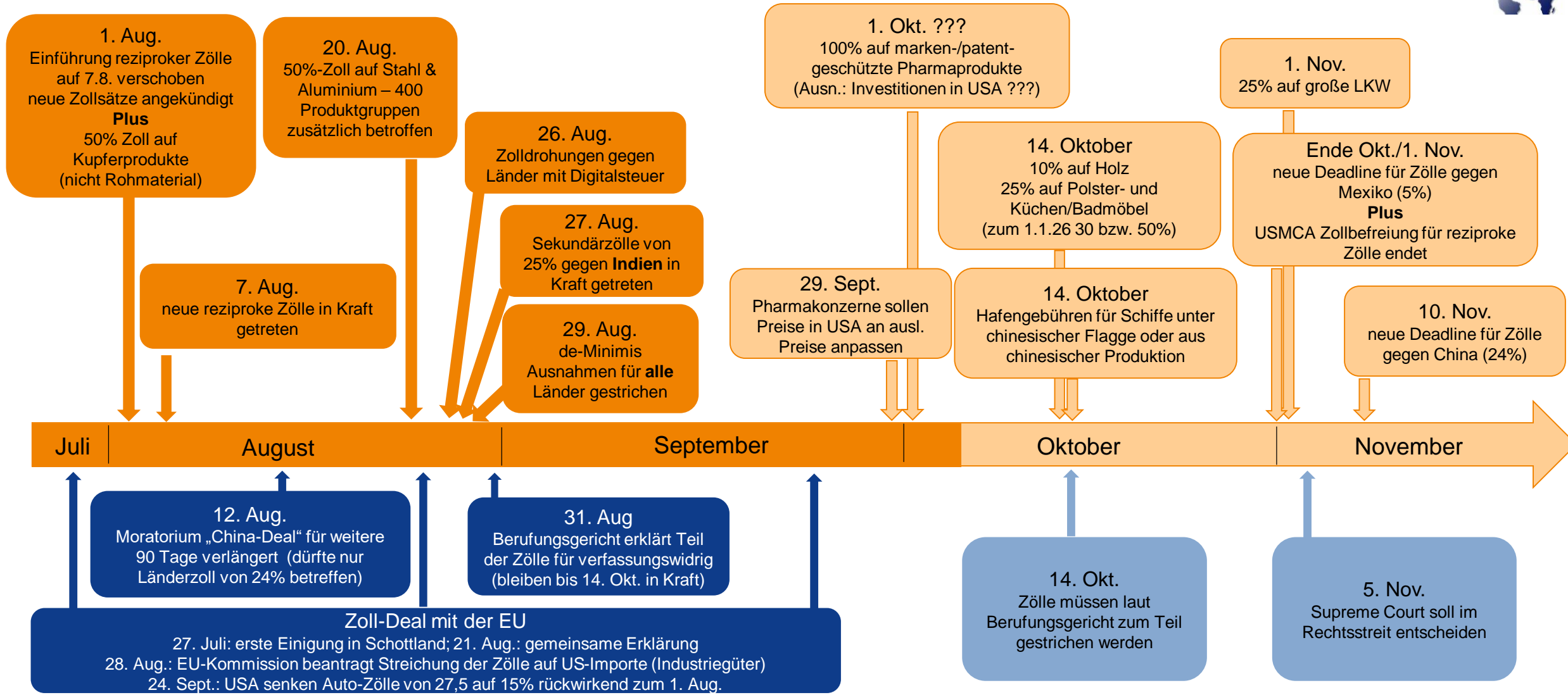


Und wirtschaftlich gerät Europa zwischen die Fronten hegemonialen Strebens



Quelle: White House; DZ Chat; mit KI erstellt

Das Zoll-Karussell dreht sich weiter



Quelle: DZ BANK

Rechtsstreit um Verfassungsmäßigkeit der Zölle



Handelsgericht (CIT) setzt Zölle teilweise außer Kraft, Berufungsgericht bestätigt das Urteil

Betroffen

Zölle, die über **Notstandsgesetz** (Int. Emergency Economic Powers Act – IEEPA, 1977) verhängt wurden

Reziproke Zölle
(alle Länder)

Zölle wegen **Fentanyl**-Schmuggel
(China, Mexiko, Kanada)

Nicht betroffen

Zölle, die über **Handelsgesetze** verhängt wurden

Sektorzölle

Autos & Autoteile, Stahl & Aluminium
(Trade Expansion Act, 1962,
Sec. 232 nationale Sicherheit)

bestehende Zölle gegen China aus
Trumps erster Amtszeit
(Trade Act, 1974, Sec. 201 & 301,
unfaire Handelspraktiken)

Alternativen

Weitere **Sektorzölle** über Sec. 232
oder 201 & 301
(setzt längere Untersuchung voraus)

Tariff Act, 1930, Sec. 338:
bis 50% Zölle gegen Länder, die US-
Unternehmen benachteiligen oder
diskriminieren

Trade Act, 1974, Sec. 122:
bis 15% Zölle gegen Länder mit hohen
Handelsüberschüssen (vs. USA)
*(gilt nur für 150 Tage, danach muss
der Kongress entscheiden)*



Rechtsstreit wird letztlich wohl vor dem Supreme Court landen

Der „Deal“: EU muss deutliche Zugeständnisse machen



Rahmenabkommen noch nicht rechtsbindend

EU	USA
Zölle auf Industriegüter aus den USA werden gestrichen EU-Komm. hat Vorschlag Ende August eingereicht, Zustimmung von EU-Parlament und evtl. Rat aber noch offen	Zoll von 15% auf fast alle Importe aus der EU Autozölle werden rückwirkend zum 1. August von 27,5% auf 15% gesenkt, zu viel gezahlte Zölle werden erstattet
Bevorzugter Marktzugang für ausgewählte Agrargüter aus den USA (z.B. Nüsse, Schweinefleisch, Hummer...)	Stahl- & Aluminium-Zölle bleiben bei 50% (Quotenlösung?) WTO-Zölle > 15% bleiben (z.B. Tabak, Erdnüsse, Pick-ups)
Kaufzusagen bis 2028: Energieträger (750 Mrd. USD), KI Chips (40 Mrd. USD), Rüstungsgüter	Ausnahmen: Für Generika, Flugzeuge & Flugzeugteile bleibt niedriger WTO-Zoll
Investitionszusagen bis 2028: 600 Mrd. USD in strategischen Sektoren	
Verzicht auf Einführung einer Digitalsteuer (auf EU-Ebene)	
EU-Standards werden geschliffen Nachhaltigkeit, Umweltschutz, Hygiene- und Sicherheitsstandards	
Unterm Strich: Abkommen nur vorteilhaft im Vergleich zu Zolldrohungen (Autos: 15% statt 27,5%; Pharma: 15% statt ansteigend auf bis zu 250%; Halbleiter: 15% statt 100%; Generika & Flugzeuge: quasi zollfrei)	

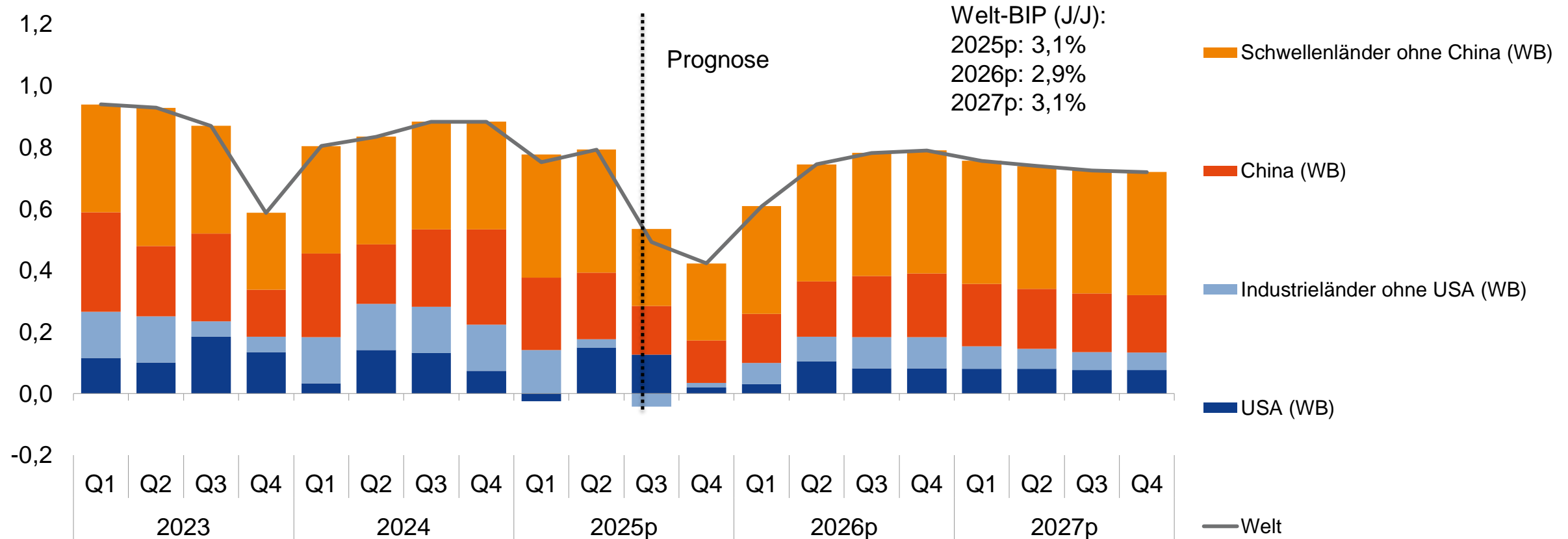
Quelle: EU-Kommission, DZ BANK

Weltwachstum durch Zolleffekt vor „soft patch“ in H2 2025



Erholung dank Fiskalimpulse im Verlauf von 2026 – 2027 lässt der Schwung etwas nach

Bruttoinlandsprodukt, real (kaufkraftgewichtet), Q/Q in % (WB: Wachstumsbeiträge)



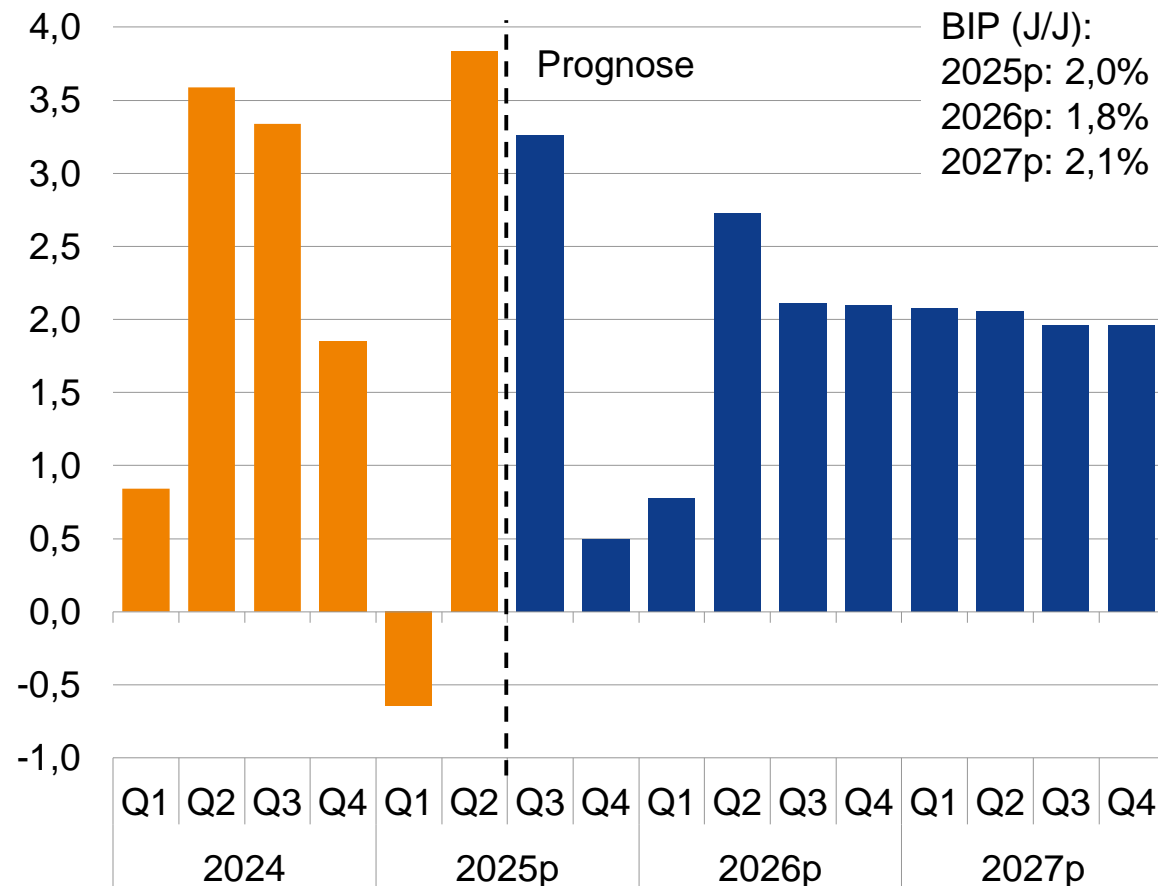
Quelle: Oxford Economics, p: Prognose DZ BANK

USA: Zölle dürften die Inflation antreiben, ...

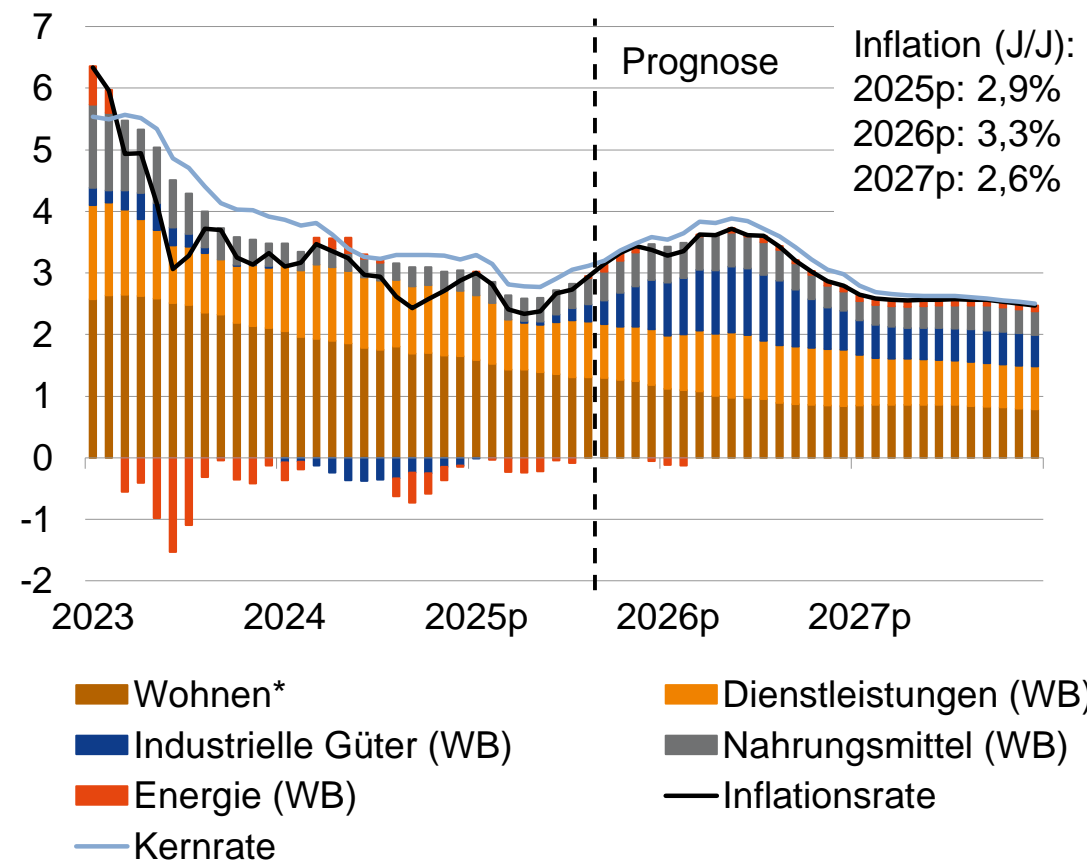


... und die Konjunktur zeitnah bremsen

BIP Q/Q in %, annualisierte Raten



J/J in %, WB=Wachstumsbeitrag in %-Punkten



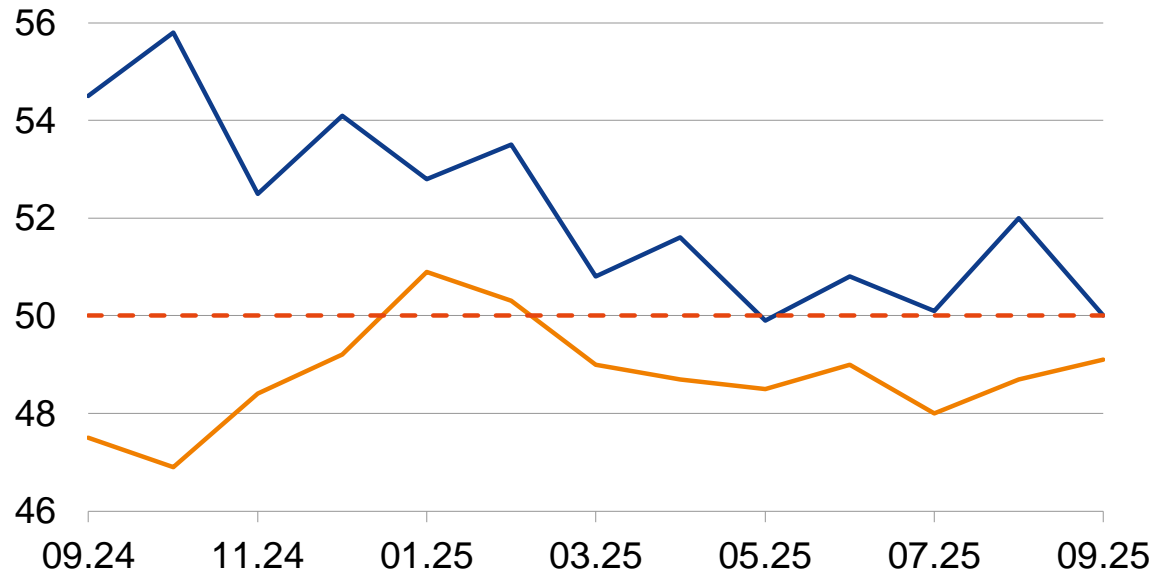
Quelle: BEA, BLS, p=Prognose: DZ BANK; *Mieten, Eigentüermieten & externe Unterbringung

Aber die Unternehmen sind verunsichert, ...

... und stellen nicht mehr ein

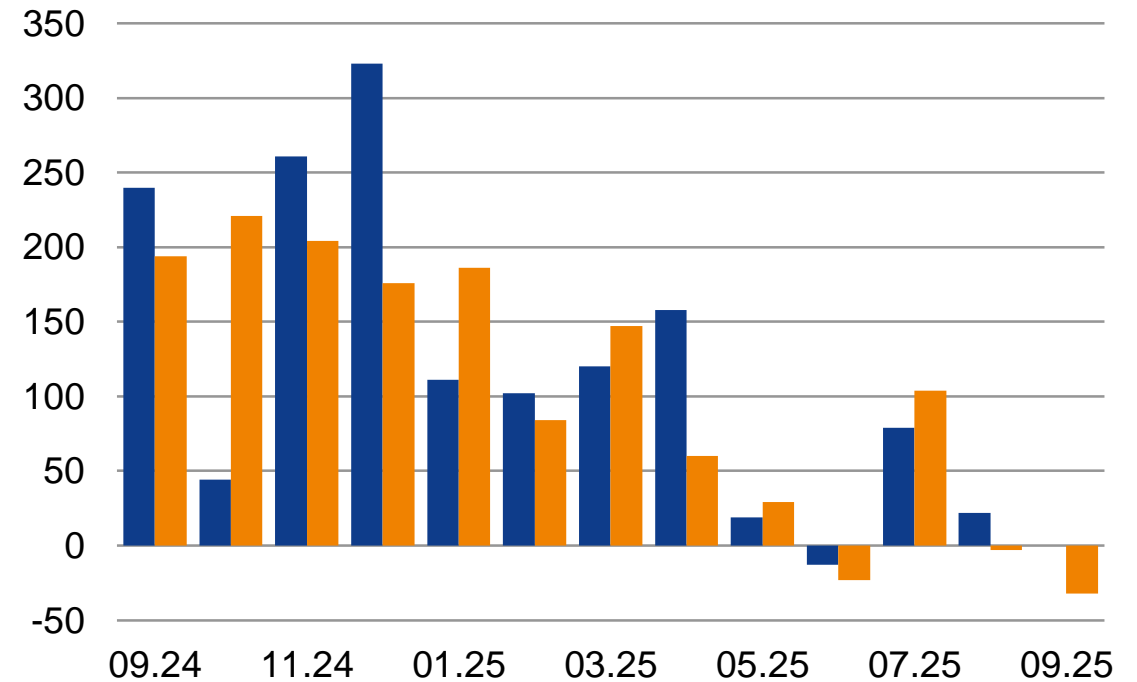


Index 50=neutral



- ISM Einkaufsmanagerindex Industrie
- ISM Einkaufsmanagerindex Dienstleistungen
- - - Wachstumsschwelle

M/M in Tausend



- BLS - Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft
- ADP - Beschäftigung im privaten Sektor

Quelle: ISM, BLS, ADP

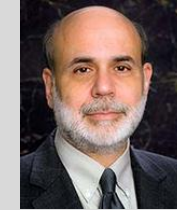
Reguläre Amtszeit von Jerome Powell endet im Mai 2026



Was passiert bis dahin?

Nominierung des
Fed-Vorsitzenden
erfolgt durch den
US-Präsidenten

Muss vom Senat
bestätigt werden
(53:47 Mehrheit
Republikaner)



Sowohl **Bernanke** als auch **Yellen**
haben ihre restliche Amtszeit als
FOMC-Mitglied nicht mehr erfüllt

2026

2028

In der Vergangenheit wurde ein neuer
Fed-Chef etwa **3,5 Monate** vor Ablauf
der Amtszeit des amtierenden
Notenbankchefs nominiert

Powell's Amtszeit als
Fed-Vorsitzender endet
am 23. Mai 2026



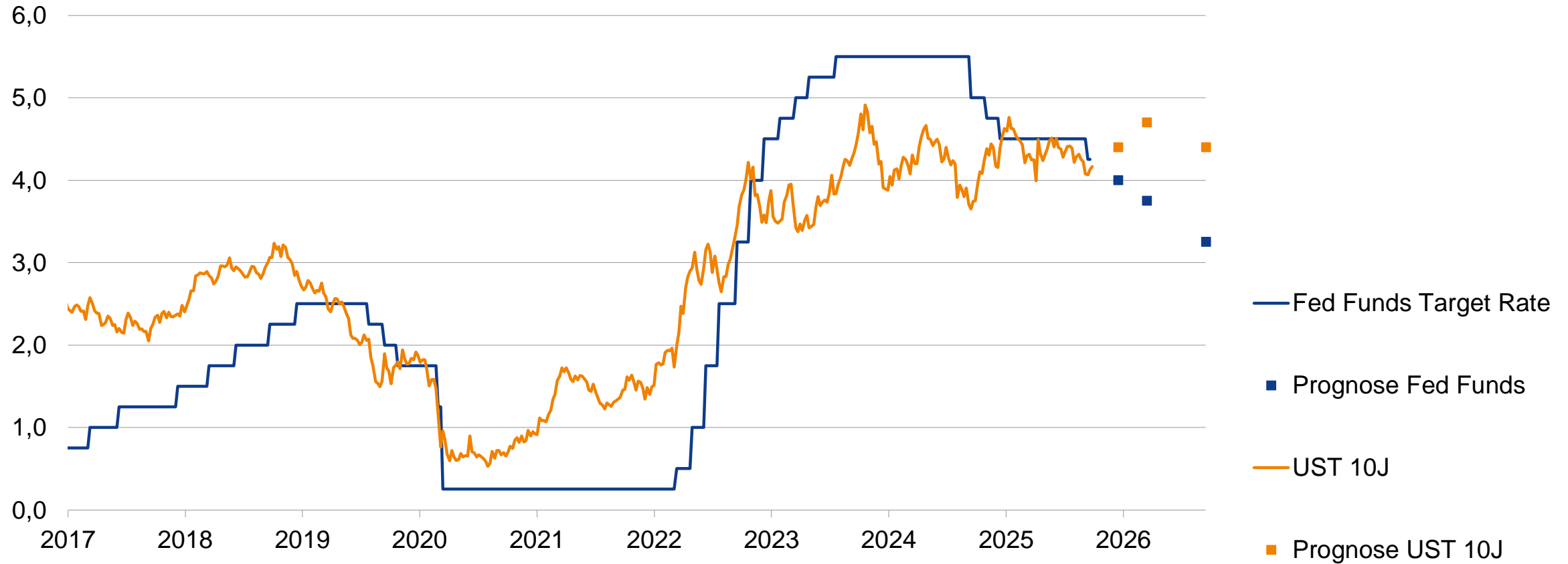
Powell's Amtszeit als
FOMC-Mitglied endet am
31. Januar 2028

US-Währungshüter stellen weitere Zinssenkungen in Aussicht



10J Treasuries im Spannungsfeld zwischen Senkungsfantasie und Fiskalsorgen

US-Zinsen (Leitzinsen und Staatsanleiherenditen in %)



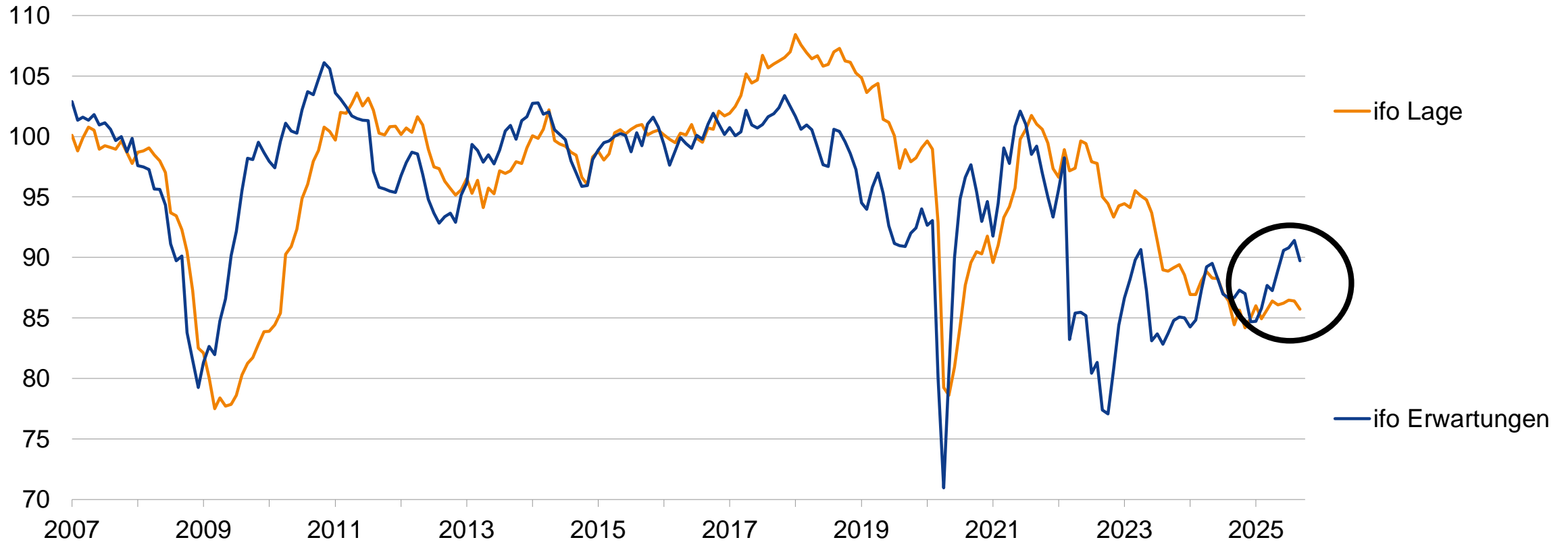
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Geschäftsklima zuletzt mit Dämpfer – Zollideal hat faden Beigeschmack



Erwartungen und Lagebewertung geben nach

ifo Geschäftsklima: Komponenten (Indexwerte, 2015=100)



Quelle: ifo Institut

Fiskalmaßnahmen der Bundesregierung



Infrastrukturinvestitionen und Verteidigung stützen – priv. Investitionen ankurbeln

➤ Maßnahmen

- **Sondervermögen Infrastruktur** in Höhe von 500 Mrd. Euro für die Dauer von zwölf Jahren
 - davon: 100 Mrd. für die Bundesländer, 100 Mrd. für den Klima- und Transformationsfonds
- **Verteidigungsausgaben**, die 1% des BIP überschreiten, werden von der Schuldengrenze ausgenommen
 - Ziel: Aufwuchs der Verteidigungsausgaben von rund 2% des BIP in 2024 auf 3,5% in 2029
- **Investitionsbooster**: 30 % degressive Abschreibung auf Ausrüstungsgüter bis 2027
 - Entlastung der Unternehmen und Beschleunigung von Investitionen

➤ Was ist zu beachten?

- **Time-lag**: Planung, Ausschreibung, Vergabe, Produktions- oder Baubeginn, Auszahlung...
- Keine lineare Aufteilung der Mittel, sondern eher **Front-Loading**
- Beschaffung und Aufträge können auch an **ausländische Firmen** gehen => Anstieg der **Importe**
- Steigende Nachfrage kann mit der Zeit zu **Kapazitätsengpässen** und damit zu Preiseffekten führen
- **private Investitionen** hängen von der **Kapazitätsauslastung** und den **Geschäftsperspektiven** ab
- **Multiplikatorwirkung in der Summe** tendenziell geringer als 1 (konservativ 0,6)

➤ Annahme zur Wirkung

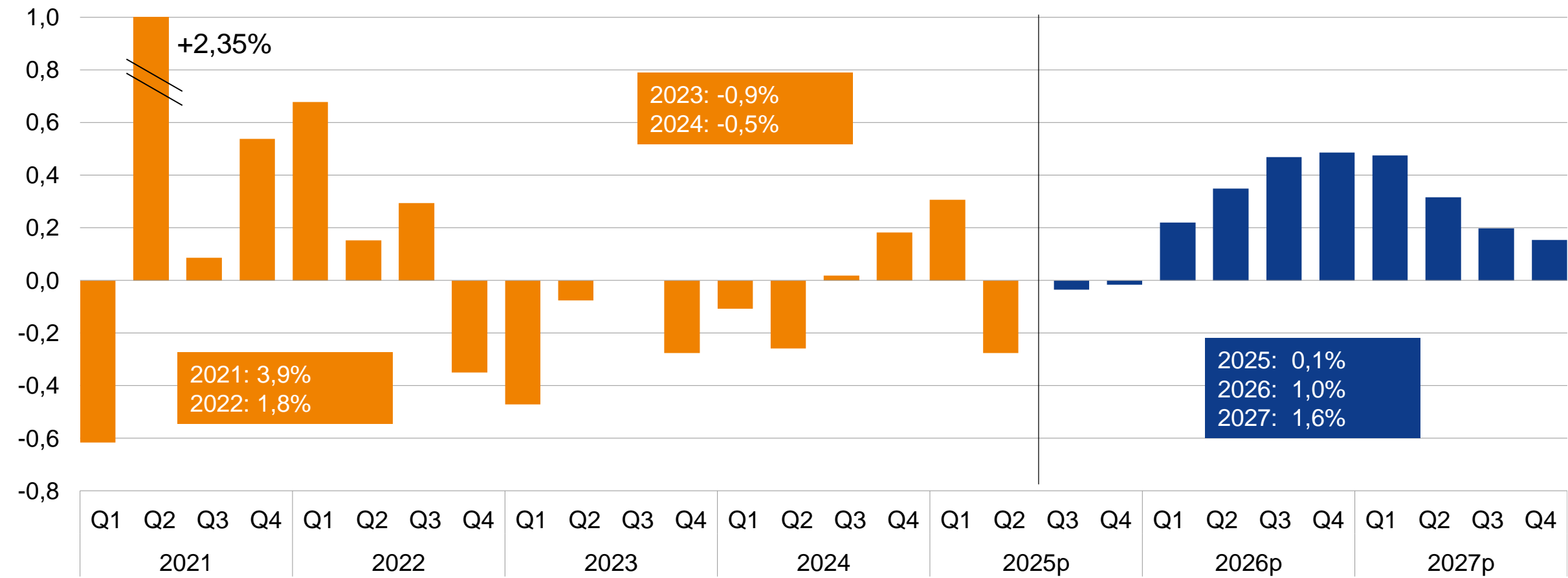
- **2026** stärkere Effekte => netto 50 Mrd. nominal => rund 40 Mrd. real => Wachstumswirkung **0,7 Prozentpunkte**
- **2027** Effekte verlieren an Stärke => netto 30 Mrd. nominal => 23 Mrd. Euro => Wachstumswirkung **0,3 Prozentpunkte**

Zollchaos drückt Wirtschaftswachstum 2025



Nach US-Zollschock wirken die neuen Fiskalpakete in den Jahren 2026 und 2027

Bruttoinlandsprodukt: Veränderung Q/Q in %



Quelle: Destatis, DZ BANK,

Ein Kompass für den „Herbst der Reformen“



Empfehlung der Gemeinschaftsdiagnose umfasst 12 Punkte

- Internationale Kooperation fördern
- Wettbewerbsfähigkeit stärken
- Globale Zusammenarbeit bei Umwelt- und Sozialstandards
- Diversifizierung der Lieferketten
- Effizienzsteigerungen im Gesundheitswesen
- Nachhaltige Rentenpolitik
- Verbesserung der Arbeitsanreize
- Aus- und Weiterbildung fördern
- Verbesserung der Standortbedingungen
- Energiewende mit marktwirtschaftlichen Instrumenten
- Begrenzung der öffentlichen Neuverschuldung
- Realistische Finanzplanung



**GEMEINSCHAFTS-
DIAGNOSE**

„



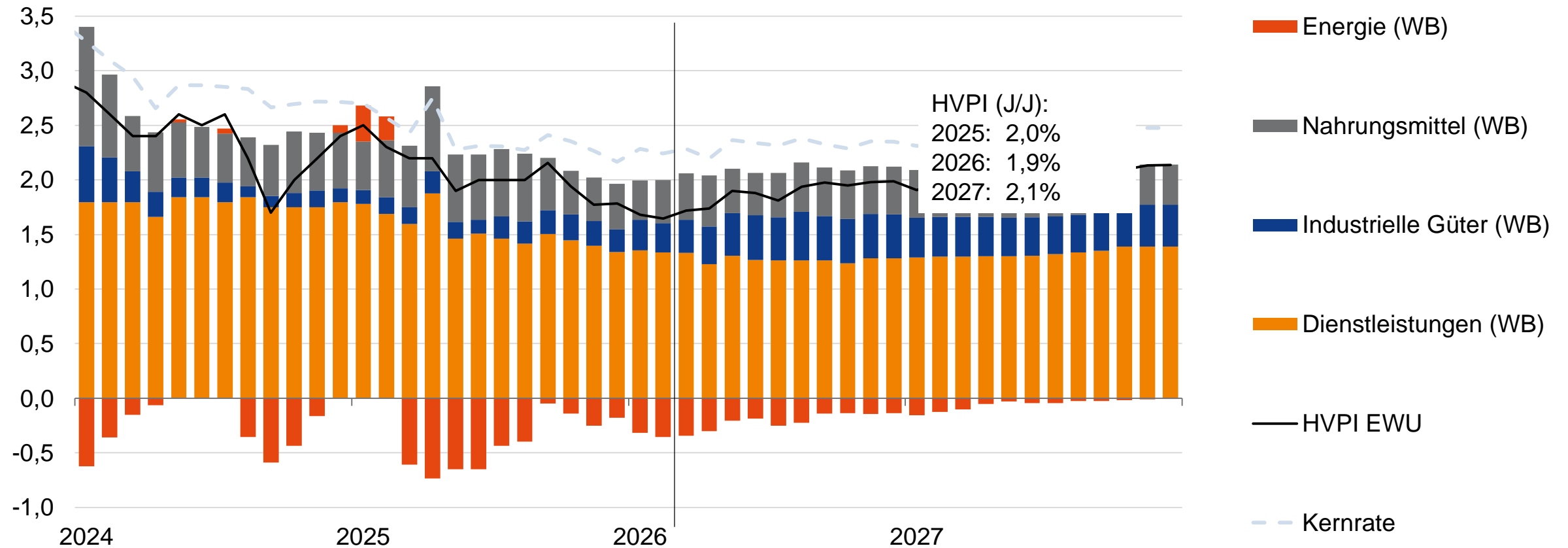
Quelle: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2025

Inflationsdruck geht weiter zurück, bleibt leicht unter der 2%-Marke



Schwächere Lohnentwicklung dämpft, Wechselkurs und Energiepreise ebenso

HVPI J/J in %, WB: Wachstumsbeiträge zur jährlichen Veränderungsrate des HVPI



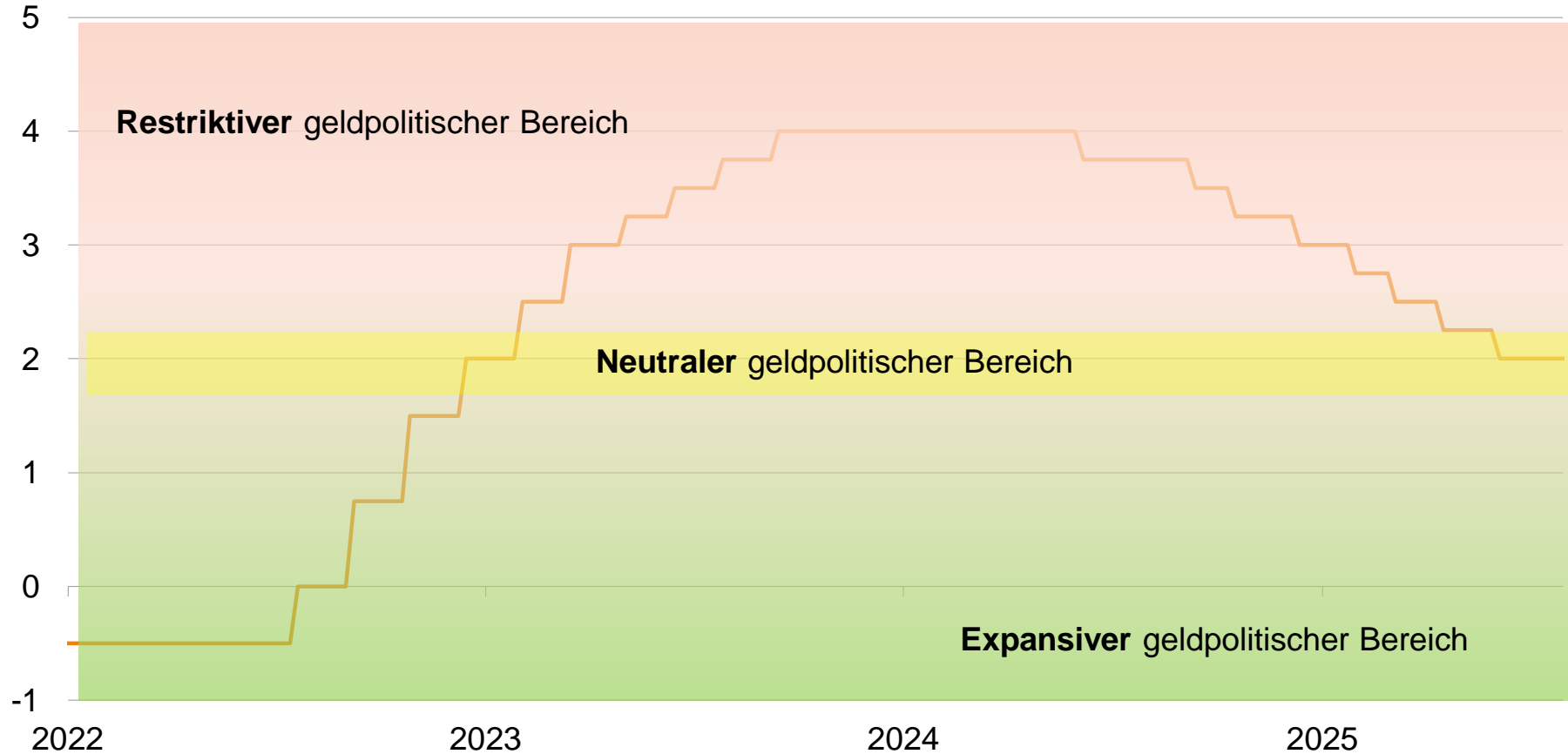
Quelle: Eurostat, Prognose DZ BANK

Leitzinsniveau nunmehr in der Mitte des „neutralen Bereichs“

EZB wird vorsichtiger



EZB-Einlagesatz (in %)



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

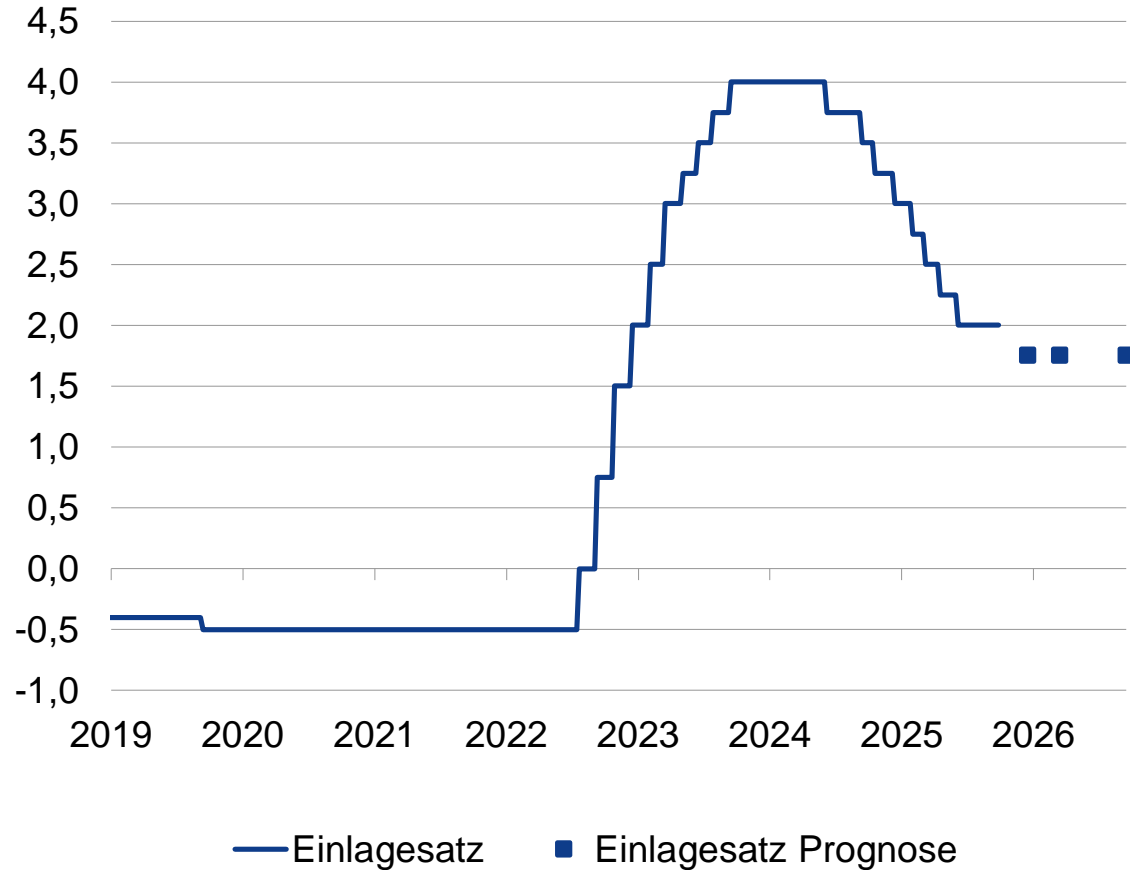
Quelle: Bloomberg; DZ BANK

Tür für einen weiteren Senkungsschritt noch nicht verschlossen

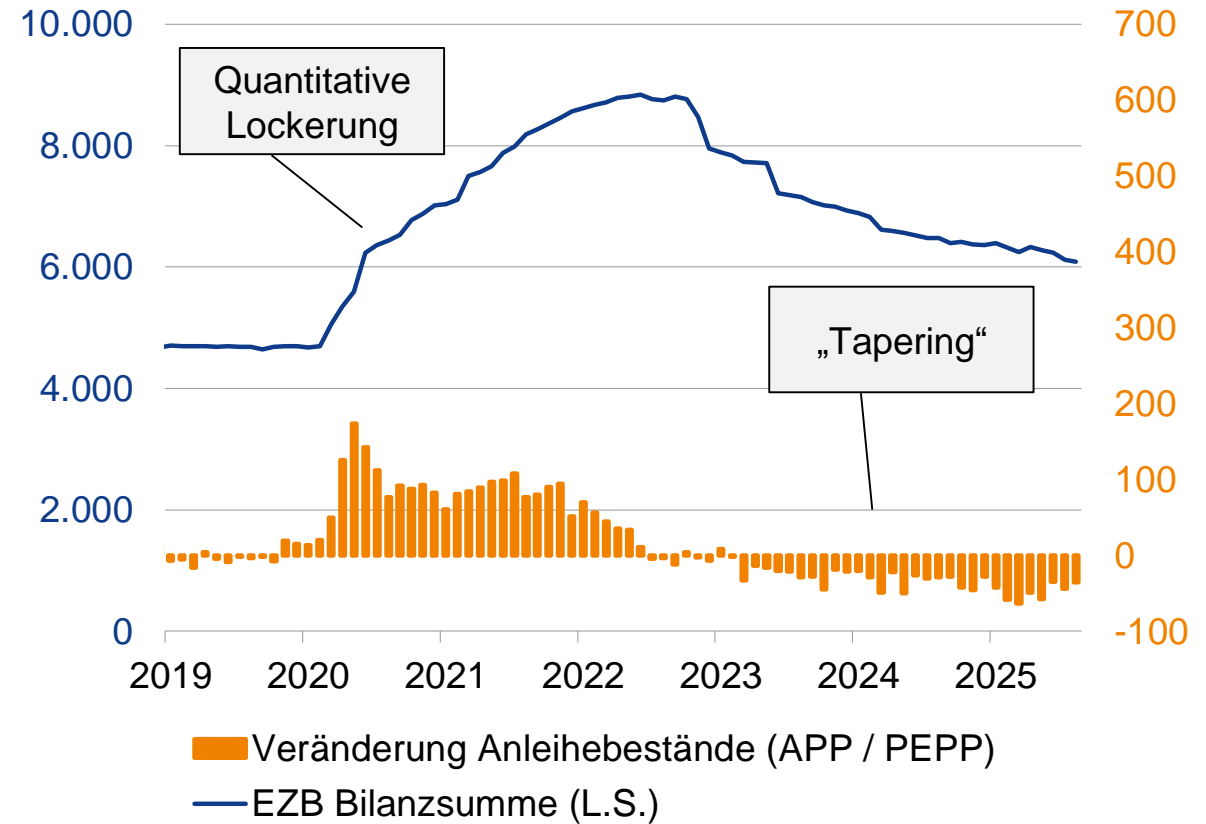


Neutrales Leitzinsniveau im Visier – Einlagesatz dürfte auf 1,75% gesenkt werden

EZB Leitzinsen (in %)



EZB Ankaufprogramme / Bilanz (in Milliarden Euro)

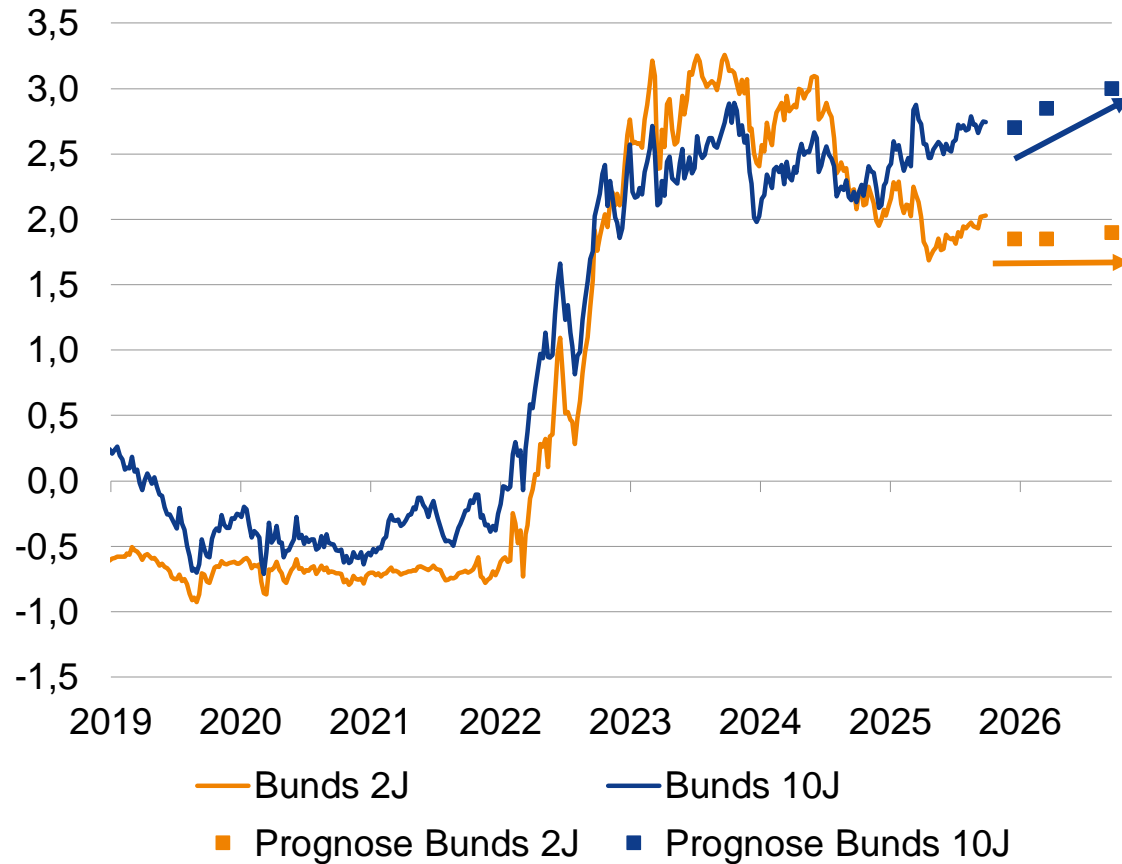


Anstieg der 10J-Bundrendite – Spiegelbild fiskalischer Risiken

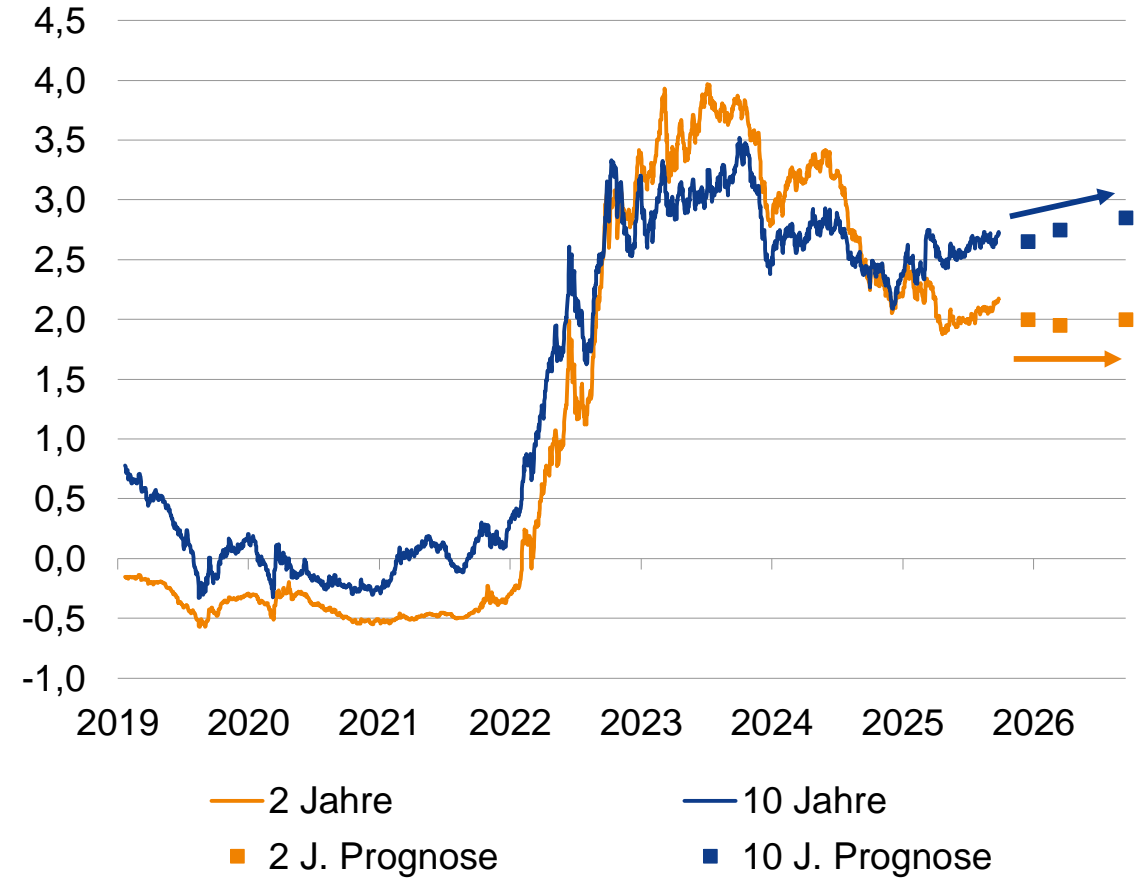
Kurzes Ende im Bann der EZB – Langes Ende im Aufwind: Wachstum + Schulden



Bundrenditen in Prozent



EUR-Swapsätze in Prozent



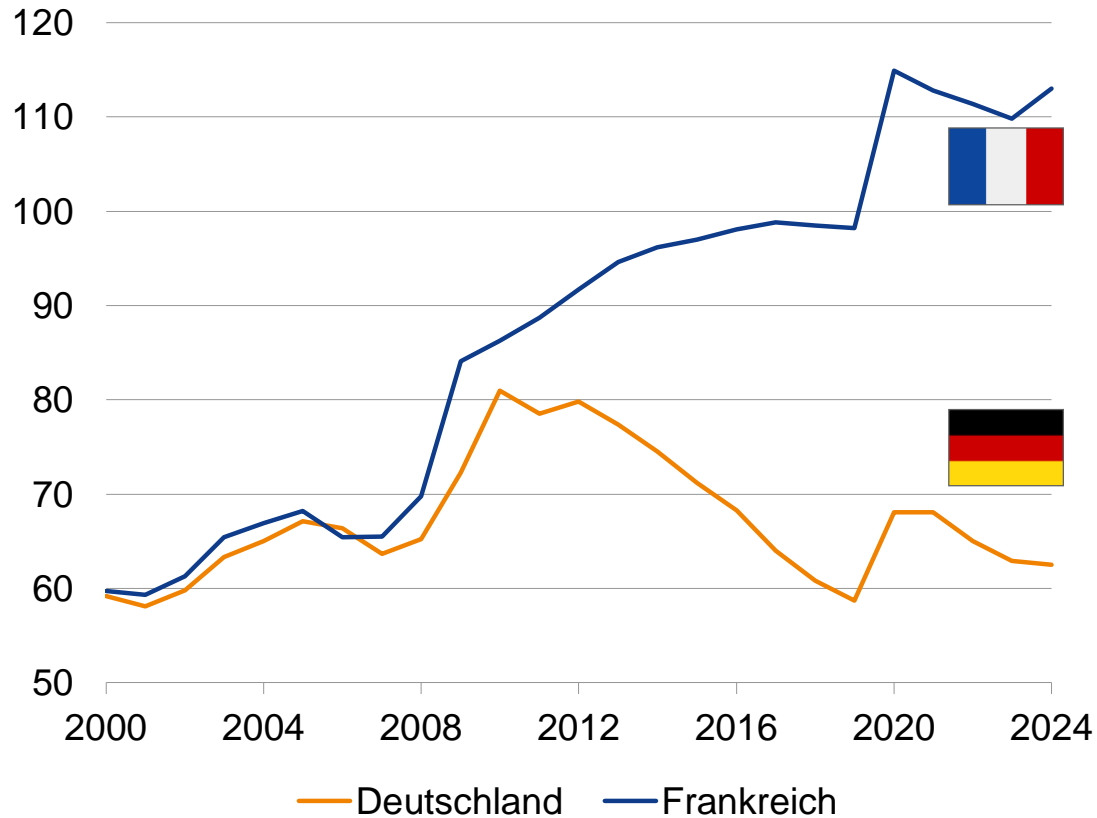
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Frankreichs innenpolitische Krise nimmt kein Ende

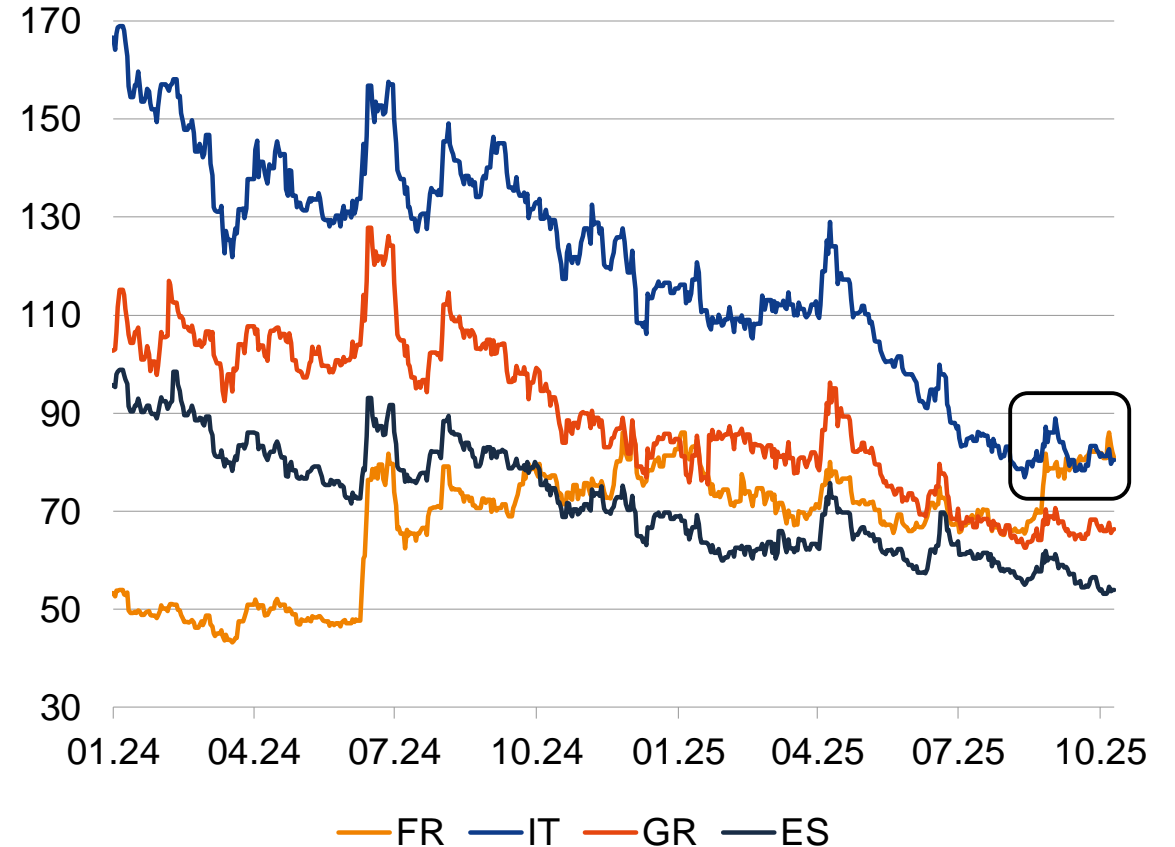


Der dritte Premier in weniger als einem Jahr scheitert an der schwierigen Haushaltslage

Verschuldung Frankreichs (in % des BIP) dynamisch angestiegen



Frankreichs Risiko auf Italien-Niveau (10J Bund-Spread in Bp.)



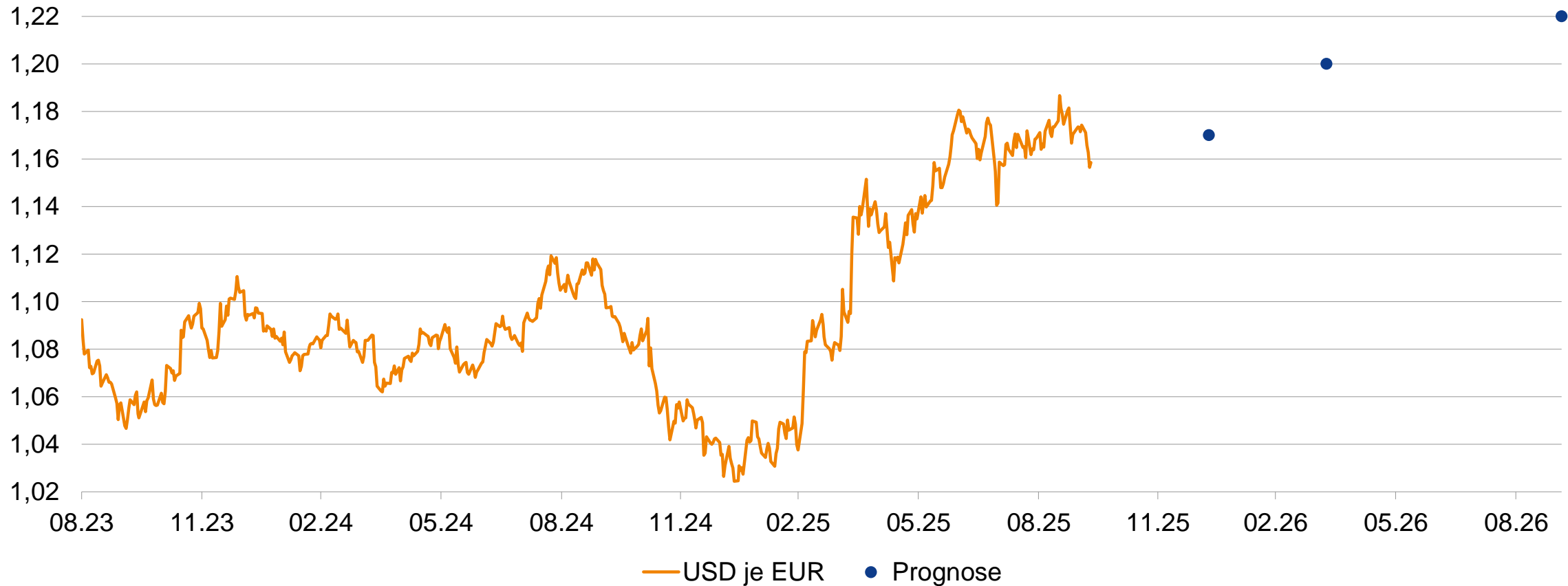
Quellen: DZ BANK, Eurostat, Bloomberg

EUR-USD: Prognose

USD-Vertrauensverlust sowie EWU-Wachstumsperspektive als treibende Faktoren



US-Dollar je Euro



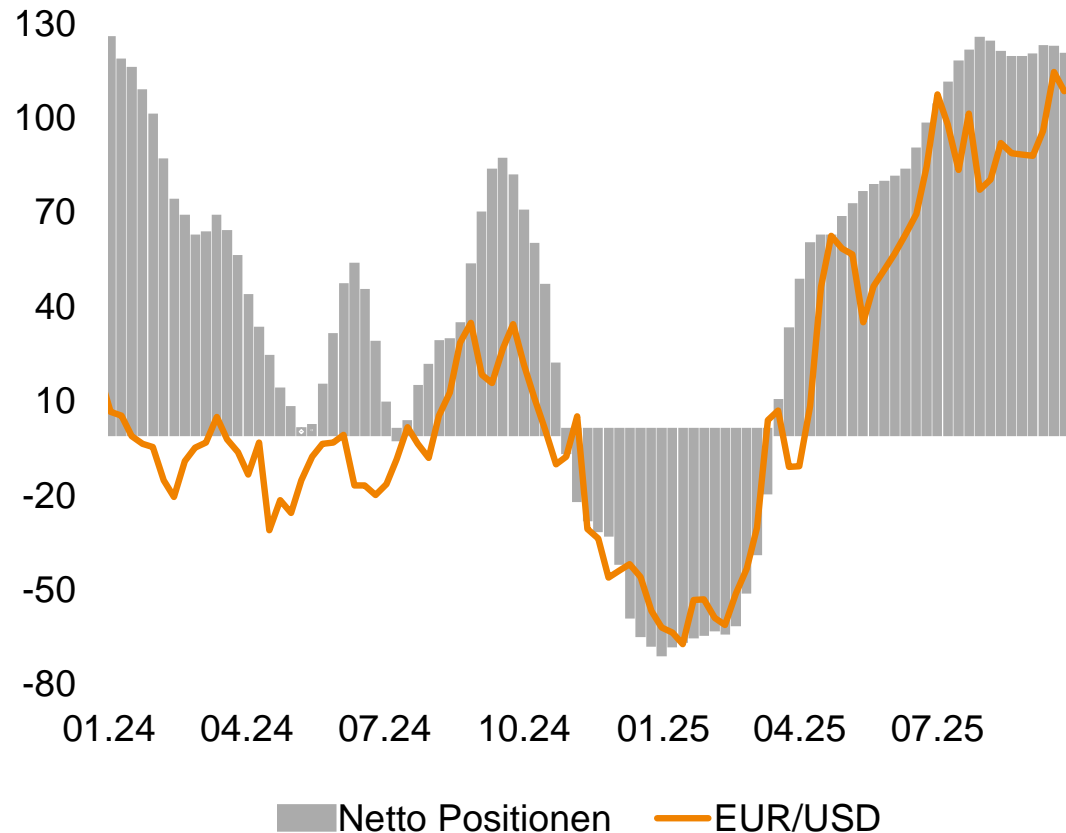
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Warum steigt der Dollar trotz US-Shutdown?

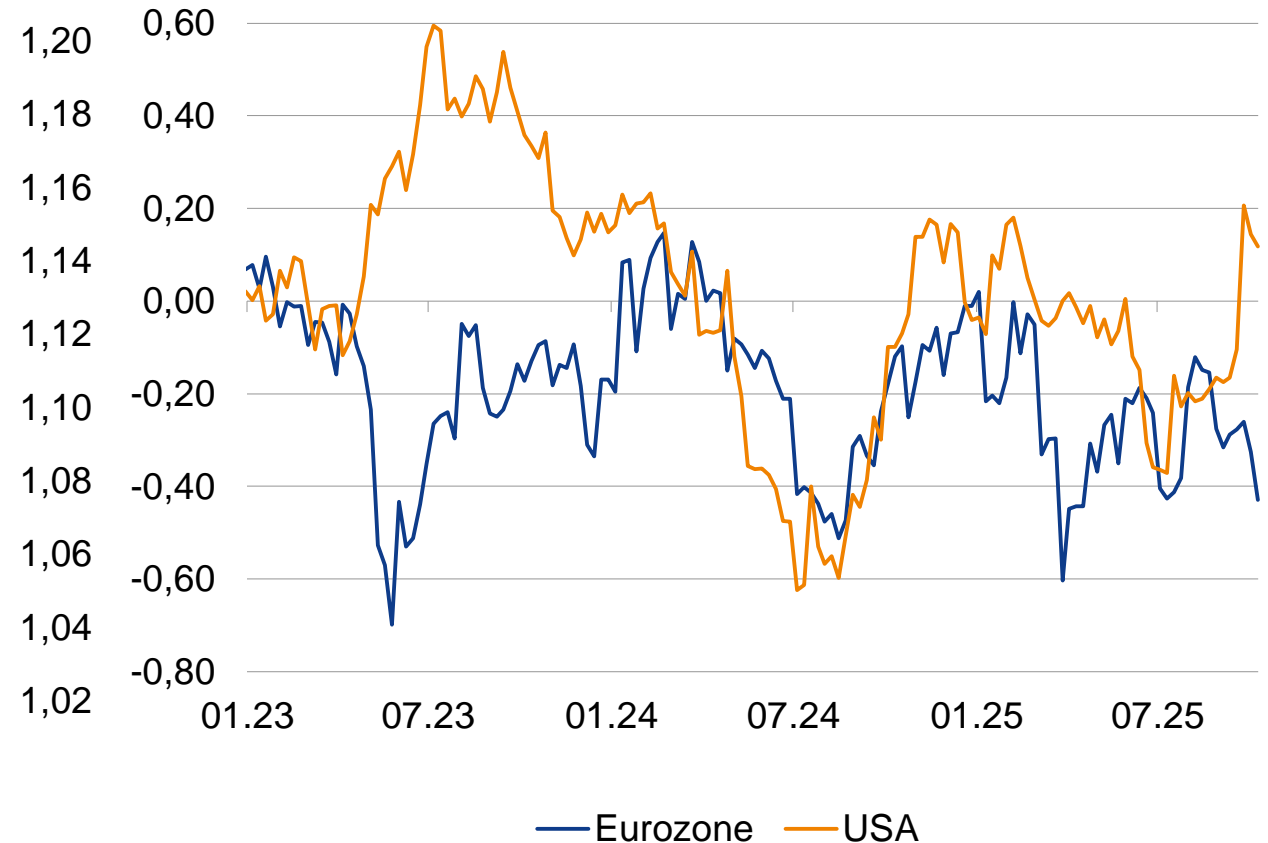
Marktpositionierung und Hoffnungen auf US-Wachstum



Spekulative Marktpositionierung: Netto-Kontrakte (in `000, LS); EUR-USD (RS)



Economic Surprise Index: USA liegt vorne



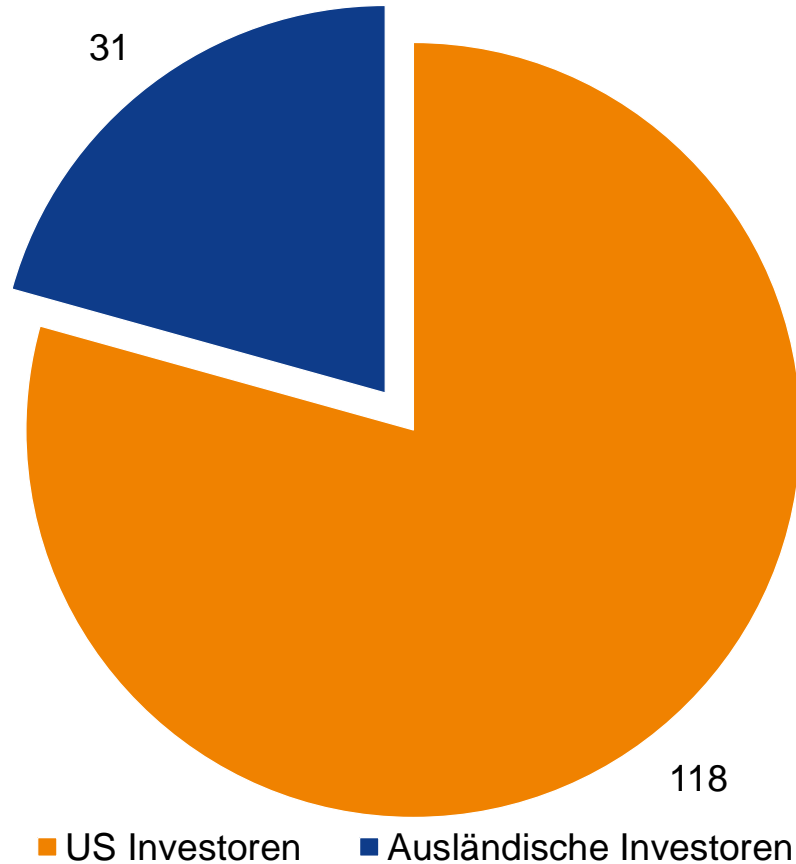
Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Vertrauensverlust in den Dollar: ist ein Exit überhaupt machbar?

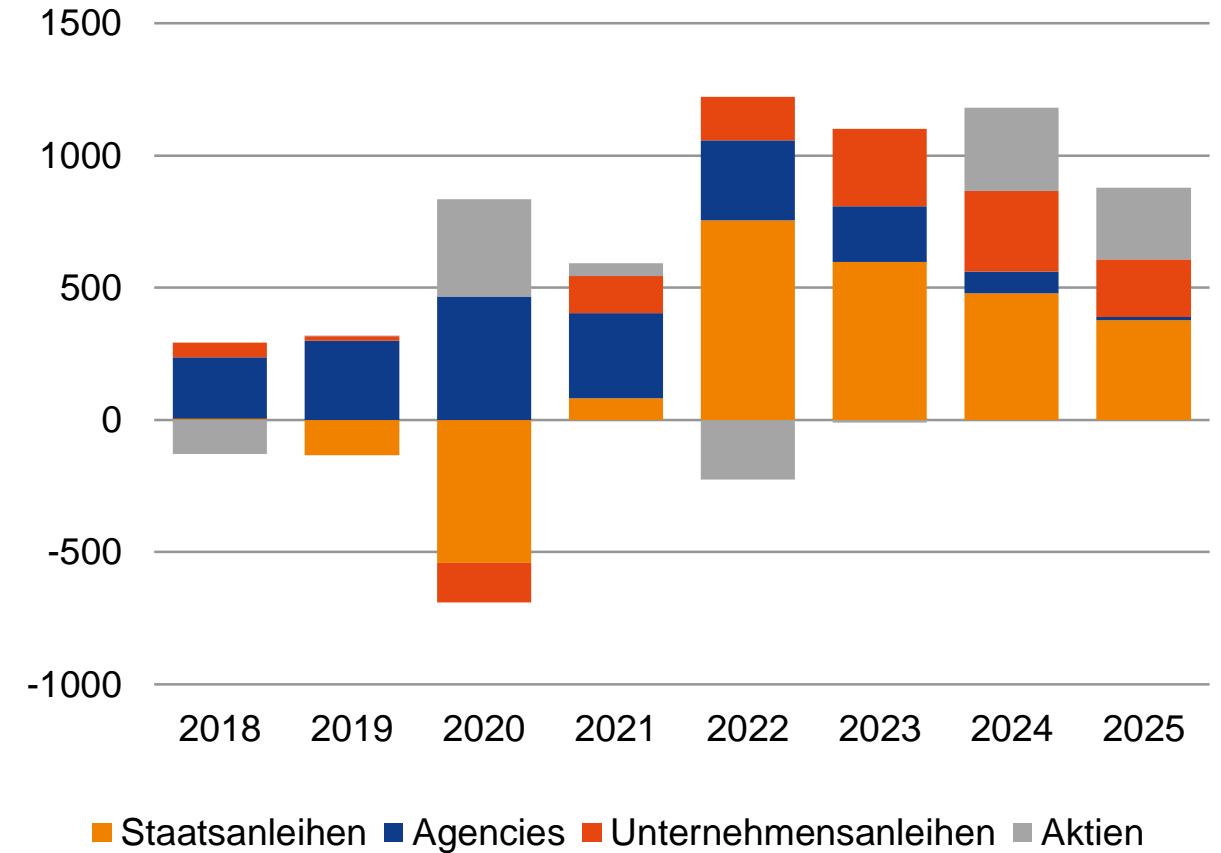


Ist der US-Wertpapiermarkt (fast) konkurrenzlos?

Bestände von US-Wertpapieren (Bio. USD)



Ausländische Käufe von US-Wertpapieren (USD Mrd.)



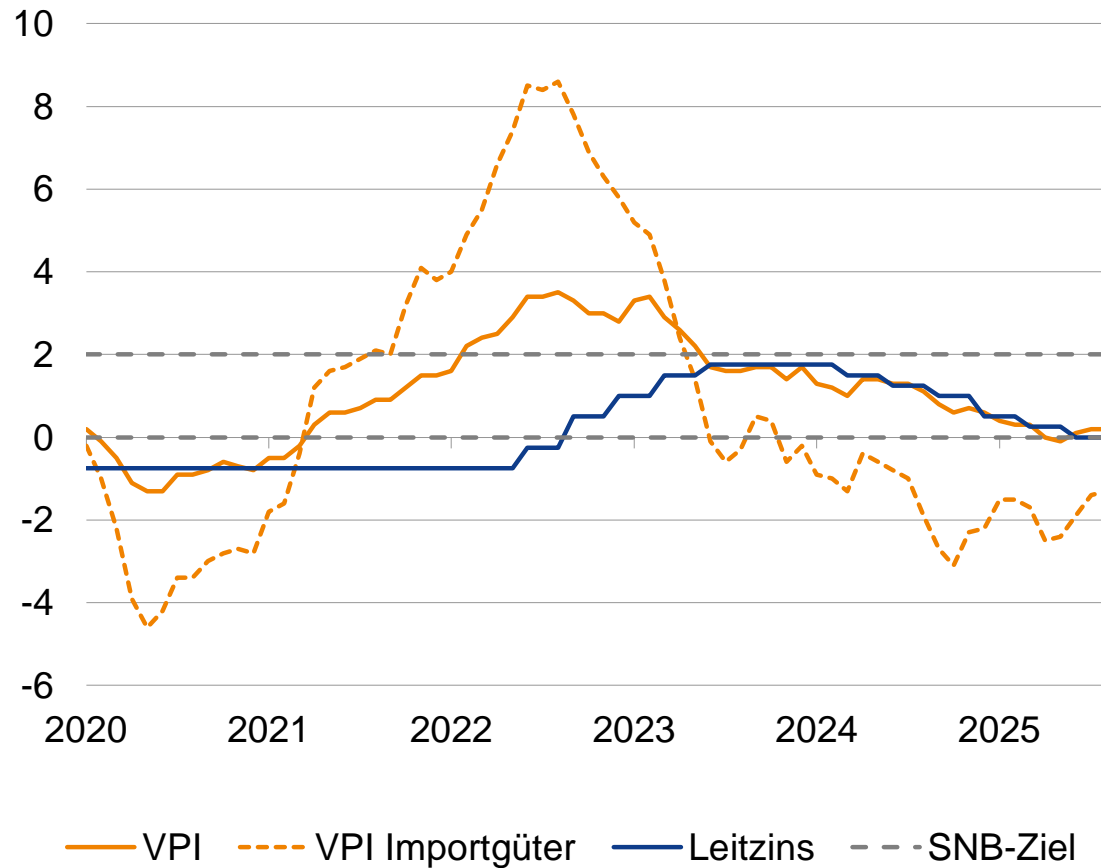
Quelle: US Treasury, Bloomberg, DZ BANK

SNB auf dem Weg zurück zu Negativzinsen?

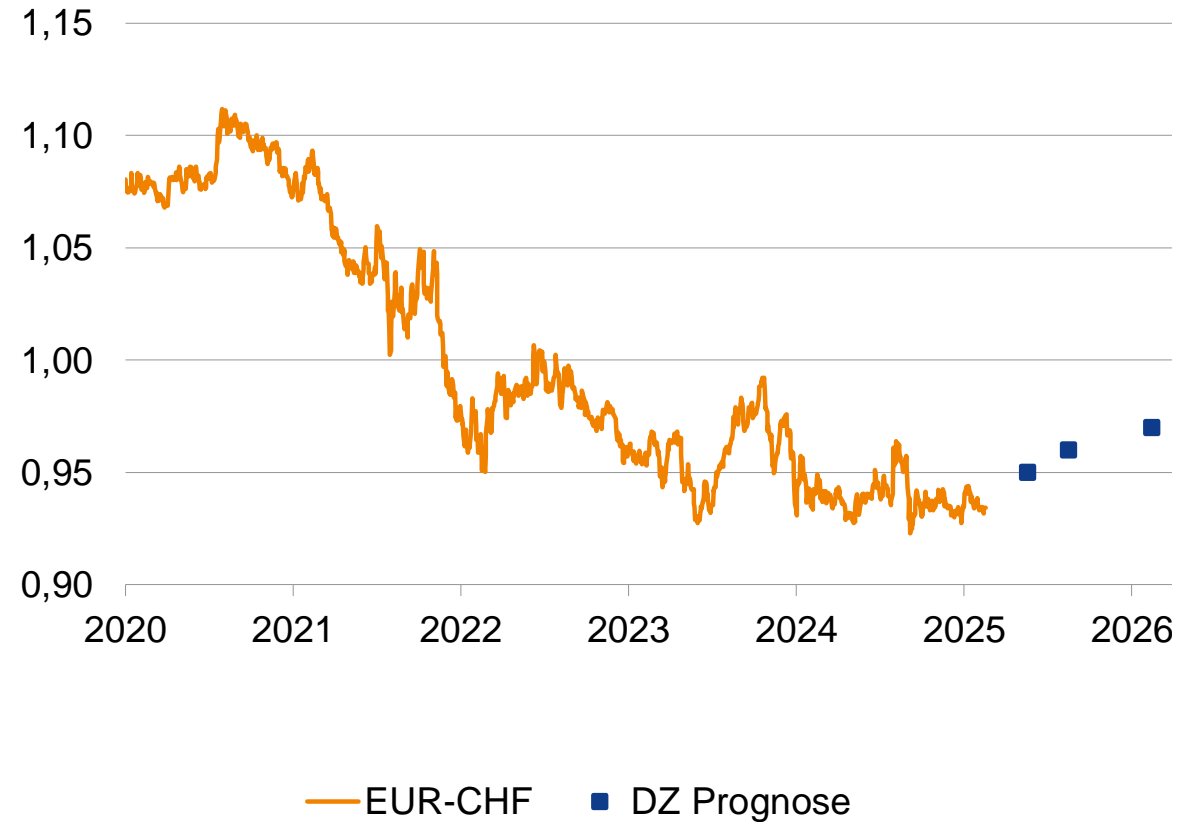


Deflation ist ein importiertes Problem – und eine weitere Franken-Aufwertung wäre Gift

Konsumentenpreise in % (J/J), Leitzins in %



CHF je EUR



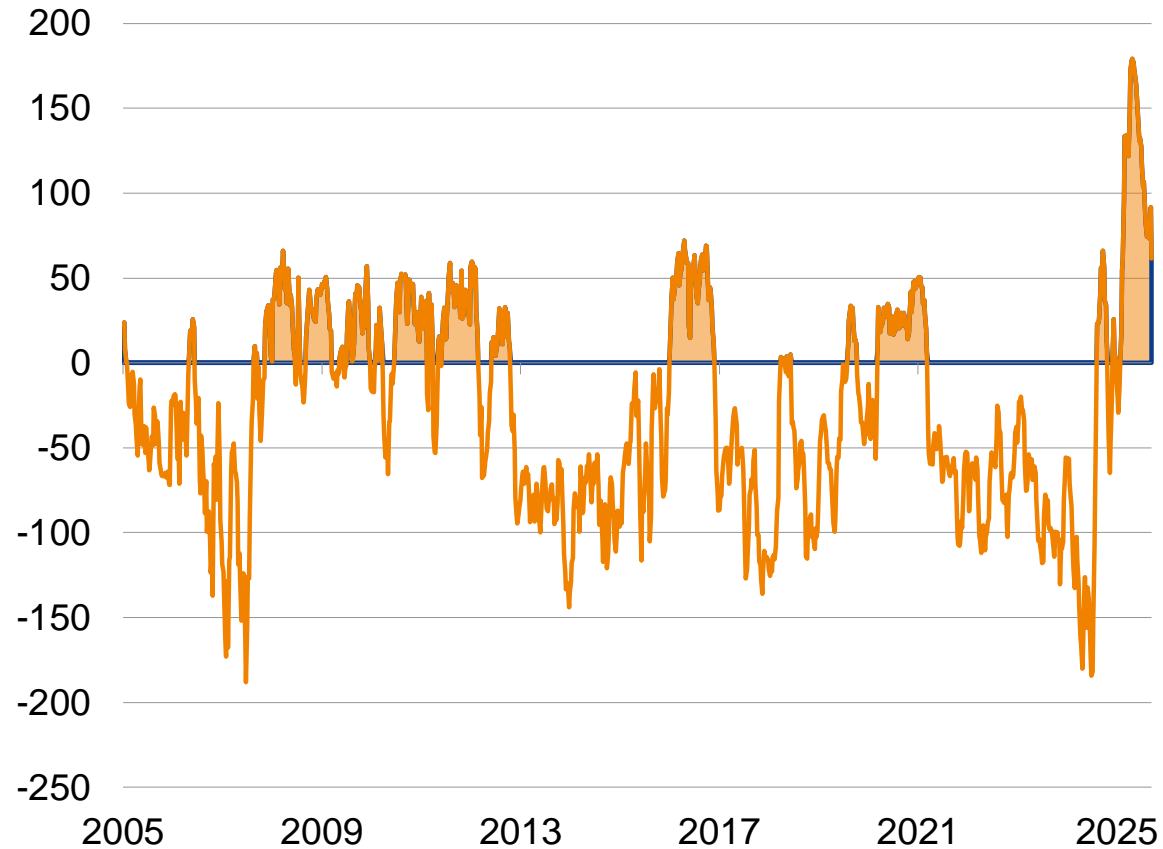
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Japanischer Yen: Die Zeiten historischer JPY-Schwäche sind vorüber

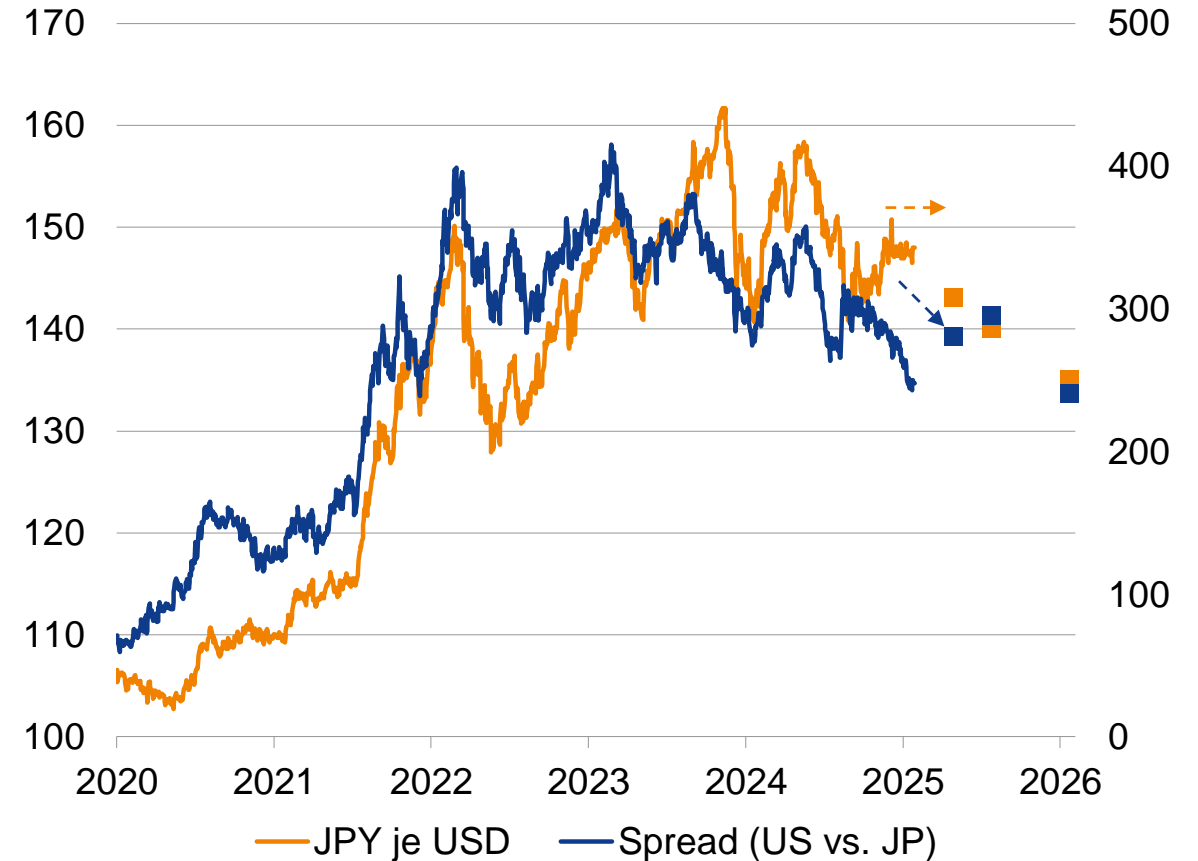


Zinsdifferenz würde für schwächeren USD sprechen, Markt aber bereits massiv JPY-Long

Spekulative JPY-Positionierung, netto, Anzahl Kontrakte (Tsd.)



L.S.: JPY je USD, R.S.: 10J-Zinsdifferenz US vs. JP, in Bp



Quelle: CFTC, Bloomberg, DZ BANK

Risiken & Chancen 2026

Potenzial für reichlich Volatilität



Risiken

➤ Geopolitik

- Eskalierender Handelskrieg (USA vs. China), Deglobalisierung, Fragmentierung des Welthandels
- China vs. Taiwan
- Zunehmende Aggression Russlands in Richtung Baltikum (NATO?)

➤ Politik

- Neuwahlen in Deutschland
- Die Welt rückt nach rechts
- Eurokrise 3.0

➤ Kapitalmarkt

- Verschuldungskrise
- Unabhängigkeit der Fed
- Bubbles (KI, Gold, etc)

Chancen

➤ Deutschland kehrt auf den Wachstumspfad zurück

- Konsum- und Investitionsfreude nehmen zu
- Regulatorik und Bürokratie wird abgebaut

➤ USA reduziert America First Politik

- Trump verliert die Mehrheit in einem oder beiden Häusern
- Annäherung auf Ebene der Geopolitik

➤ Ein (bisschen) Frieden

- Russland vs. Ukraine
- Mittlerer Osten

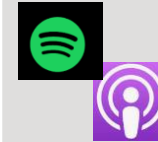
➤ Technologische Durchbrüche

DZ Research auch als Blog, Podcast und auf LinkedIn

Wo immer, wann immer – kompetente und vielfältige Analysen

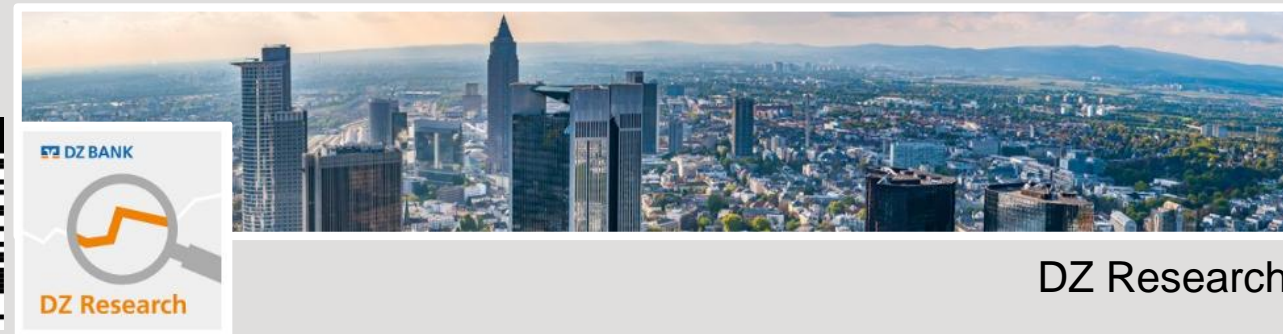


<https://dzresearchblog.dzbank.de/>



auf ApplePodcasts und Spotify

LinkedIn



DZ Research