



Economic Research KOMPAKT

Hoffen auf Zoll-Deals

8. Mai 2025

Dr. Alexander Krüger
Chefvolkswirt
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Nils Sonnenberg
+49 211 4952-616
nils.sonnenberg@hal-privatbank.com

10-%-Basiszoll bleibt wohl

China: Halbierung der US-Zölle
keine Utopie

Planungsunsicherheit extrem,
Weltwirtschaft taumelt

Ohne Exportimpulse rückt Wachstumsziel für China in weite Ferne

Die Hoffnung für die Weltwirtschaft und Finanzmärkte bleibt, dass sich die von den USA angefachten Zollkonflikte etwas entspannen. Planungsunsicherheit und Belastungen halten unseres Erachtens dennoch an. Die Fed wird wohl schon im September die Leitzinszielspanne senken. Wegen der von den USA ausgelösten Vertrauensverluste dürfte EUR-USD vorerst auf höherem Niveau verbleiben.

Seit dem Trumpschen Befreiungstag („Liberation Day“) am 2. April taumelt die Weltwirtschaft. In vielen Unternehmen, insbesondere denjenigen mit komplexen Lieferketten, führen die US-Zölle zu massiver Planungsunsicherheit. Wohl unter dem Eindruck der heftigen Kapitalmarktreaktionen ruderte die US-Administration am 9. April etwas zurück. Für eine 90-tägige Verhandlungsperiode gelten zwar nicht die vollen länderspezifischen Zölle, wohl aber der 10-%-Basiszoll. Das allein entspricht einem Verfünffachen der Zollbelastung zum vorherigen Status quo.

In unseren Konjunktur- und Inflationsprognosen waren wir bislang von Verhandlungslösungen ausgegangen. Den vollen US-Zolleffekt hatten wir nicht berücksichtigt. In dieser Hinsicht sehen wir uns in unserer Einschätzung durch Meldungen bestätigt, wonach die USA bald mit Großbritannien, Indien, Japan und Südkorea „Deals“ abschließen könnten. Selbst wenn die hohen länderspezifischen Zölle dadurch abgewendet werden, dürfte der 10-%-Basiszoll oft weiter als Untergrenze fungieren. In handelspolitischen Verhandlungen werden US-Zölle aber nicht nur als Faustpfand eingesetzt: Sie sollen auch Unternehmen zur Produktion in die USA zwingen und dienen zudem als Finanzierungsquelle für US-Staatsausgaben.

Eine gesichtswahrende Einigung zwischen China und den USA dürfte dagegen deutlich schwerer zu erreichen zu sein. Derzeit erheben beide Länder gegenseitige Zölle von deutlich über 100 %.¹ In der Schweiz beginnen nun Verhandlungen. Am Ende dürfte es unserer Einschätzung nach in etwa auf eine Halbierung der Zollsätze hinauslaufen. Dies entspräche dann ungefähr dem von US-Präsident Donald Trump im Wahlkampf in Aussicht gestellten 60-%-Zoll auf chinesische Waren.

Weltwirtschaft kühlt sich ab

Die bisher vorliegenden BIP-Ergebnisse für das erste Quartal 2025 entsprechen unseren Erwartungen. Für das Wachstum der Weltwirtschaft rechnen wir für 2025 weiterhin mit einer deutlichen Abkühlung auf 2,6 %. Unserer Ansicht nach lässt sich der Anstieg der Unsicherheit durch Handelsdeals zwar begrenzen, sie wird sich aber nicht einfach in Luft auflösen. Unklar ist, ob Vereinbarungen lange Bestand haben oder Trump diese nach Belieben wieder aufkündigt.² Für längerfristige Planungen und Investitionsentscheidungen sind glaubwürdige Verhandlungsergebnisse aber essenziell. Konjunkturelle Abwärtsrisiken bleiben daher bestehen.

Durch die Antizipation hoher US-Zölle konnte die chinesische Wirtschaft bis in das erste Quartal 2025 hinein von Vorzieheffekten bei den Exporten profitieren. Das Geschäft dürfte durch die US-Zollschranke nun jedoch stocken. Mittlerweile legen schon deutlich weniger Containerschiffe in Richtung USA ab. Die Zentralbank hat bereits weitere monetäre Lockerungen vorgenommen. Das Politbüro hat hingegen bisher noch nicht mit zusätzlichen fiskalischen Impulsen reagiert. Dies wohl auch

¹ Vgl. unser Economic Research AKTUELL „Zollhammer wird China treffen“, 16.04.2025

² Vgl. unser Economic Research AKTUELL „Zollbrechstange führt nicht zum Ziel“, 05.05.2025

deshalb, um im Vorfeld der Zollverhandlungen mit den USA keine Schwäche zu zeigen. Wir erwarten, dass sich die Binnenkonjunktur weiterhin schwach zeigt und dass das 5,0%-Wachstumsziel der Zentralregierung im laufenden Jahr verfehlt wird. Unsere BIP-Prognose für 2025 beträgt 4,3 %.

USA vor Sommerflaute, zollbedingte Störungen und Unsicherheit belasten

Im Gegensatz zu China trugen die zollbedingten Vorzieheffekte in den USA zu einem außergewöhnlich starken Anstieg der Importnachfrage und einer leichten BIP-Schrumpfung bei. Wir erwarten, dass die Unternehmen zunächst auf ihre stark erweiterten Lagerbestände zurückgreifen, um den Produktions- und Absatzprozess aufrecht zu erhalten. Schrittweise dürften zollbedingte Störungen zunehmen und die Wirtschaftsaktivität weitgehend stagnieren. Unsere BIP-Prognose für 2025 beträgt 1,0 %. Wird die höhere Ausgangsbasis aus dem Vorjahr davon abgezogen, läge die Rate bei 0,0 %. Die in Aussicht stehenden Steuererleichterungen, die der US-Kongress voraussichtlich Anfang Juli beschließen wird, dürften das Wirtschaftswachstum erst 2026 spürbar anschieben.

Konjunkturperspektiven für Deutschland auch nach Kanzlerwahl mau

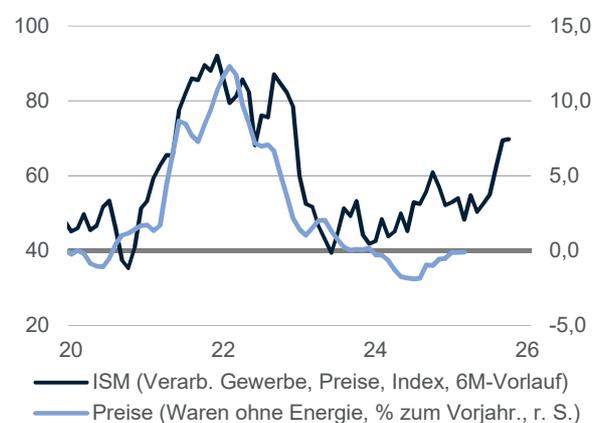
Durch den Gegenwind vom Außenhandel erwarten wir für 2025 für den Euroraum weiterhin ein nur verhaltenes Wachstum von 0,8 %. In Deutschland wird das Stagnationsumfeld vorerst wohl erhalten bleiben. Neben dem Koalitionsvertrag verspricht auch der Fehlstart der neuen Bundesregierung, im ersten Anlauf für eine Kanzlermehrheit zu sorgen, nicht gerade Zuversicht hinsichtlich einer wirtschaftlichen Aufbruchsstimmung. Ohnehin dürfte sich die deutsche Wirtschaft erst 2026 durch den Fiskalimpuls allmählich aus der Stagnation lösen.

Stimmungseinbruch (vorerst) gestoppt
Investorenstimmung (sentix, Index)



Quelle: LSEG Datastream

Erheblicher Druck in der Inflationsspipeline
Einkaufsmanagerbefragung & Verbraucherpreise (USA)



Quelle: LSEG Datastream

US-Inflation im Starblock

US-Leitzinssenkung im September

In den USA stehen zollbedingte Preiserhöhungen im Startblock, da Unternehmen beginnen, steigende Kosten auf Kunden zu überwälzen. Bereits für die Zeit ab Mai 2025 erwarten wir deshalb wieder höhere Inflationsraten. Derzeit lässt sich nicht absehen, ob der Inflationsdruck durch Zoll-Deals demnächst abnimmt. Unsere US-Inflationsprognose steht deshalb unter besonderer Beobachtung.

Letztlich wird sich die Fed für den Arbeitsmarkt entscheiden

Auch die US-Notenbank sieht sich mit erhöhten Konjunktur- und Inflationsunsicherheiten konfrontiert. Sie dürfte die Leitzinszielspanne deshalb vorerst unverändert belassen. Wegen der drohenden Abkühlung am Arbeitsmarkt und der von uns erwarteten Stagnationsphase der Wirtschaft rechnen wir nun damit, dass die Fed die Leitzinsen schon auf ihrer September-Sitzung senken wird.

EZB, BoE und SNB im
Zinssenkungsmodus

Andere führende Notenbanken sind einem solchen Zielkonflikt bisher nicht ausgesetzt. US-Zölle wirken bei ausbleibenden Gegenzöllen dämpfend auf die jeweilige wirtschaftliche Aktivität und somit die Preise. Zudem spielen ihnen der gesunkene Rohölpreis und die Festigung ihrer Währungen gegenüber USD in die Karten. Unverändert erwarten wir, dass die EZB den Einlagesatz im Juni auf 2,0 % senken wird. Aus dieser neutralen Position kann sie auf Konjunkturrisiken und ein Unterschließen ihres Inflationsziels sogar mit weiteren Zinssenkungen reagieren. Die Wahrscheinlichkeit hierfür ist aus unserer Sicht zuletzt jedenfalls gestiegen. Die Bank of England wird ihren Leitzins wohl weiter behutsam senken. Das Inflationsziel wird zwar noch immer stark verfehlt. Die Notenbank dürfte aber ebenfalls wie andere Notenbanken auf zunehmende Konjunktursorgen verweisen. Auch auf die SNB ist der Druck gestiegen. Sie dürfte den Leitzins im Juni auf 0,0 % senken.

Höhere Risikoprämien bei
US-Treasuries voraus

EUR in höheren Kursgefilten

An den Kapitalmärkten hat das bisherige Narrativ vom US-Exzeptionalismus unter anderem durch Trumps Attacken gegen die Unabhängigkeit der US-Notenbank einige Kratzer erhalten. Unserer Einschätzung nach führt jedoch am großen, breiten und tiefen US-Kapitalmarkt kein Weg vorbei.³ Das sehen offenbar auch internationale Investoren so, die sich bisher nicht in großem Stil von Treasuries verabschiedet haben. Nach den starken Renditeausschlägen bei 10-jährigen US-Treasuries und Bundesanleihen hat sich die Lage zumindest beruhigt. Unsere Renditeprognosen haben wir deshalb nahezu beibehalten. Im Trend erwarten wir weiterhin höhere Treasury-Renditen, da die Frage der US-Schuldentragfähigkeit im Zeitablauf an Bedeutung gewinnen dürfte. Bundesanleihen werden wohl durch die angekündigte Fiskal-Bazooka perspektivisch unter Druck geraten.

EUR–USD-Prognose angehoben

Unsere Sicht auf EUR–USD haben wir adjustiert. Für das Sommerhalbjahr erwarten wir Kurse um 1,15, statt wie bisher unter 1,10. Dafür spricht aus unserer Sicht, dass in nächster Zeit eher schwächere US-Konjunkturdaten berichtet werden und sich der Wachstumsvorsprung der USA zum Euroraum merklich einebnen wird. Auch der Zinsvorsprung der USA zum Euroraum wird sich einengen, da die Fed den Leitzins nun wohl schon im September senken wird. USD-negativ wirkt zudem die ausufernde US-Staatsverschuldung sowie der Politikstil Trumps, der US-Assets zuletzt Vertrauenskratzer versetzte. Trump scheint einen schwächeren USD auch als ein Mittel anzusehen, um handelspolitische Ungleichgewichte abzubauen. Sollten in den nächsten Monaten die Deals zwischen den USA und ihren wichtigsten Handelspartnern dazu führen, dass die Zollerhöhungen stärker zurückgesetzt werden als von uns erwartet, sehen wir für USD durchaus Festigungspotenzial.

DAX holt Verluste wieder auf

Unsere DAX-Prognose für Mitte 2025 haben wir auf 23.250 Punkte angehoben. Wir setzen darauf, dass durch Verhandlungslösungen die allerschlimmsten Folgen des Zollstreits auf die Konjunktur und damit die Unternehmensgewinne abgewendet werden können. Ein sehr scharfer Konjunkturinbruch in den USA dürfte ausbleiben, weshalb mit Gewinnrevisionen nach oben zu rechnen ist. Ohnehin dürfte sich das Augenmerk auf die für 2026 wieder besseren Konjunkturaussichten und Gewinnsituation richten. In Europa wird wohl eine expansivere Fiskalpolitik und die womöglich sogar leicht expansiv wirkende Geldpolitik zusätzliche Impulse geben. Auch die im Vergleich zum US-Markt günstigeren Bewertungen (Kurs-Gewinn-Verhältnisse) sprechen unseres Erachtens für höhere DAX-Stände.

³ Vgl. unser Economic Research AKTUELL „Vertrauenskratzer für US-Assets“, 23.04.2025.

Prognosen

Wachstum und Inflation	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2023	2024	2025P	2026P	2023	2024	2025P	2026P
% zum Vorjahr								
Welt	3,4	3,2	2,6	2,8				
Euroraum*	0,5	0,8	0,8	0,9	5,4	2,4	2,3	2,3
Deutschland**	-0,3	-0,2	-0,1	1,3	5,9	2,3	2,3	2,3
Frankreich	1,1	1,1	0,6	0,9	5,7	2,3	1,6	2,3
Italien	0,8	0,5	0,6	0,8	5,9	1,1	2,2	2,3
Spanien	2,7	3,2	2,0	1,4	3,4	2,9	2,3	2,2
Großbritannien	0,4	1,1	0,6	1,2	7,3	2,5	2,9	2,4
Schweiz	0,7	1,3	1,0	1,1	2,1	1,1	0,3	0,7
USA	2,9	2,8	1,0	1,8	4,1	3,0	3,5	3,4
China	5,4	5,0	4,3	4,5	0,2	0,2	0,0	1,2
Japan	1,5	0,1	1,3	1,0	3,3	2,7	3,0	1,2
Indien	8,8	6,7	6,3	6,2	5,7	4,9	2,4	4,5

Quelle: LSEG Datastream. 2025P/26P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

* Verbraucherpreise: HVPI ** Bruttoinlandsprodukt: Arbeitstageffekt berücksichtigt; Verbraucherpreise: Nationaler Index

Zinsen und Renditen (%)	07.05.2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026
USA					
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75
2-jährige Treasury	3,81	4,00	3,90	3,70	3,50
10-jährige Treasury	4,31	4,30	4,50	4,75	4,75
Euroraum					
EZB-Einlagesatz	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
2-jährige Bundesanleihe	1,73	1,90	1,90	2,00	2,00
10-jährige Bundesanleihe	2,48	2,50	2,70	2,80	3,00
Großbritannien					
Bank Rate	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
2-jährige Gilt	3,81	3,80	3,70	3,60	3,50
10-jährige Gilt	4,46	4,50	4,60	4,70	4,80
Schweiz					
SNB-Leitzins	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00
2-jährige Eidgenössische	-0,16	0,00	0,00	0,00	0,00
10-jährige Eidgenössische	0,22	0,30	0,40	0,50	0,60

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Aktienmarkt	07.05.2025	Q2 2025	Q4 2025
DAX (Index)	23.116	23.250	24.000

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Währungen	07.05.2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026
EUR-USD	1,14	1,15	1,15	1,12	1,12
EUR-GBP	0,85	0,84	0,84	0,84	0,84
EUR-CHF	0,94	0,95	0,93	0,94	0,95
EUR-PLN	4,28	4,25	4,25	4,20	4,18

Quelle: LSEG Datastream. Quartale: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe; Daten bezogen auf das jeweilige Quartalsende

Abkürzungen

Abkürzung	Bedeutung	Abkürzung	Bedeutung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	FRA	Frankreich
BoE	Bank of England (Notenbank von Großbritannien)	GBP	Britisches Pfund
CHF	Schweizer Franken	ISM	Institute for Supply Management, USA
DAX	Deutscher Aktienindex	ITA	Italien
DEU	Bundesrepublik Deutschland	JPN	Japan
ESP	Spanien	PLN	Polnischer Zloty
EUR	Euro	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
EWU	Europäische Währungsunion	TPI	Transmission Protection Instrument
EZB	Europäische Zentralbank	US/USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
Fed	Federal Reserve Bank (Notenbank der USA)	USD	US-Dollar

Erklärungen

Begriff	Bedeutung
Binnenmarkt	Wirtschaftsraum in dem Waren, Dienstleistungen und Kapital ohne Grenzen verkehren können
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Bundesanleihen	Schuldverschreibungen der Bundesrepublik Deutschland mit unterschiedlichen Laufzeiten
Europäische Währungsunion	Zusammenschluss von Ländern, die den Euro als offizielles Zahlungsmittel eingeführt haben
US-Exzeptionalismus	Hier verwendet im Sinne einer stärkeren Wertentwicklung von US-Vermögenswerten. Diese wird verbunden mit Innovationen, Technologieführerschaft und hohen Wachstumsraten.
Fiskalpolitik	Alle Maßnahmen eines Staates, mit denen über die Veränderung öffentlicher Einnahmen und Ausgaben konjunktur- und wachstumspolitische Ziele erreicht werden sollen
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert
Politbüro	Zentrales politische Steuerungsorgan der Volksrepublik China
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
sentix Konjunkturindex	Ein auf Basis einer monatlichen Umfrage unter privaten und institutionellen Anlegern erhobener Frühindikator zur möglichen Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts eines Landes oder einer Region
Staatsanleihen	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen unter anderem deutsche Bundesanleihen, britische Gilt, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Transmission Protection Instrument	Geldpolitisches Instrument der EZB, durch das unbegrenzt Staatsanleihen von EWU-Ländern erwerbbar sind, um einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu begegnen
US-Treasuries	Vom US-Schatzamt begebene Schuldscheine mit unterschiedlichen Fälligkeiten. Allgemeine Bezeichnung auch für US-amerikanische Staatsanleihen
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Studie und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG ist nicht dazu verpflichtet, diese Studie zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Studie genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind weder als Rat oder Empfehlung noch als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister bei dem Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 108617. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG verfügt über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger
 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG
 Economic Research
 Schwannstraße 10
 40476 Düsseldorf
alexander.krueger@hal-privatbank.com
 Telefon +49 211 4952-187
 Telefax +49 211 4952-494

Der schnellste Weg zu uns?
 Nutzen Sie diesen QR-Code!

