

Zollchaos hält Unsicherheit hoch

6. Juni 2025

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

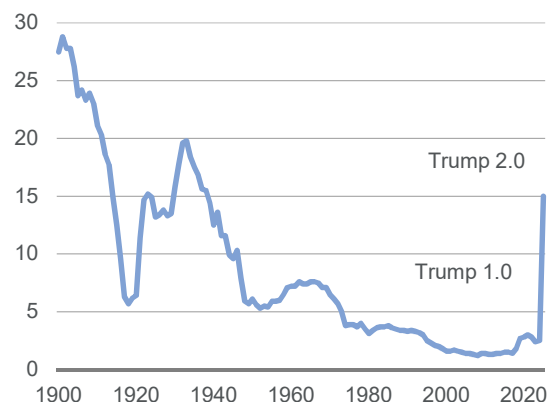
Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

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

Am 8. Juli läuft eine wichtige von den USA gesetzte Frist für Zoll-Deals ab. Mindestens bis dorthin dürfte die gegenwärtig extrem hohe Unsicherheit auf der Weltwirtschaft lasten. Die Fed wird deshalb wohl erst einmal weiter in Warteposition verharren. Für US-Treasuries bleiben wir wegen der US-Ausgabenpläne defensiv gestimmt.

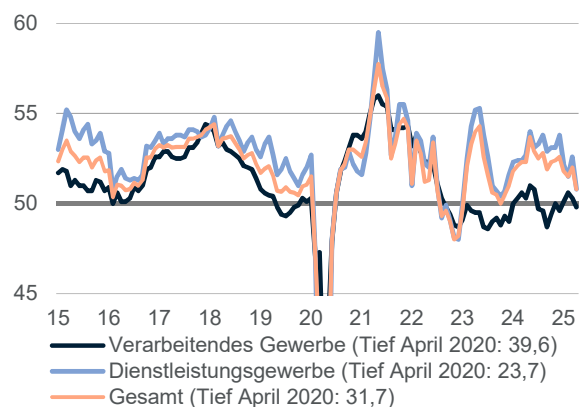
Nach dem ersten Zoll-Deal der US-Administration mit Großbritannien und der Reduktion der hohen China-Zölle standen die Signale an den Finanzmärkten auf Entspannung. Danach flammte der Eskalationsmodus aber wieder auf, als die USA mit 50%-Zöllen auf europäische Güter drohten und China einen Bruch von Vereinbarungen unterstellten. Für die EU und andere Handelspartner läuft die Zeit für Verhandlungslösungen und die Abwendung der vollen reziproken Zölle am 8. Juli ab. Die Trump-Administration versucht, den Handelspartnern Zugeständnisse abzurufen, die dann medienwirksam angepriesen werden können. Wie genau diese aussehen, bleibt unklar. Wir erwarten weiterhin Verhandlungslösungen, ein 10%-Basiszoll wird als Untergrenze aber wohl bestehen bleiben. Das Zollniveau für China dürfte bei etwa 60 % liegen. Zusammen mit sektoralen Zöllen, etwa für Autos und Stahl, stieg die Zollbelastung der US-Importe dann von 2,5 auf 15 %.

Trotz Deals schießt die Zollmauer hoch
Effektiver Einfuhrzoll (USA, %)



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen

Weltwirtschaft kühlt sich ab
Einkaufsmanagerbefragung (Global, Index)



Quelle: Bloomberg

Weltwirtschaft: Stimmung trübt sich ein, Schleifspuren der Zollpolitik

China: Zölle belasten, Binnenkonjunktur bleibt schwach

Unsicherheit belastet Weltwirtschaft weiterhin

Die Einkaufsmanagerindizes als gewichtige Konjunkturindikatoren für die Weltwirtschaft gaben zuletzt nach. Lag die Produktion aufgrund von Vorzieheffekten durch US-Zölle zu Jahresbeginn noch leicht im Expansionsbereich, fiel der Index im April in den rezessiven Bereich zurück. Auch im Dienstleistungsgewerbe zeigte sich zuletzt eine deutliche Abkühlung. Vor allem die durch die US-Zollpolitik weltweit ausgelöste massive Unsicherheit dürfte Konsumenten und Firmen erheblich belasten. Für die Weltwirtschaft erwarten wir für 2025 daher unverändert eine schwache Expansion von 2,6 %, nach 3,2 % im Jahr 2024.

Die Reduktion der US-Zölle auf chinesische Güter von 145 auf 30 % entschärft die konjunkturellen Abwärtsrisiken für China. Zusammen mit Zöllen aus der ersten Amtszeit von US-Präsident Donald Trump belaufen sich diese für China nun auf

rund 50 %. Wir erwarten, dass die Handelsaktivität bei diesem nicht mehr prohibitiv wirkenden Zollniveau wieder anläuft, wenn auch auf niedrigerem Niveau. Die Zentralbank Chinas hat den Mindestreservesatz deshalb gesenkt und die Zinssätze für kurz- und längerfristige Kredite gelockert. Sie wird wohl weitere Maßnahmen zur Stützung der Wirtschaft ebenso wie die Zentralregierung ergreifen. Das Haushaltsdefizit des Gesamtstaates dürfte in diesem Jahr daher auf über 8,0 % steigen. Nichtsdestotrotz rechnen wir damit, dass die Impulse die Binnenkonjunktur nicht nachhaltig beleben werden, da strukturelle Faktoren (Immobilienkrise, Konsumschwäche) belasten. Unsere BIP-Prognose für 2025 von 4,3 % behalten wir bei. Das 5,0-%-Wachstumsziel der Zentralregierung wird also deutlich verfehlt werden.

US-Staatsfinanzen: Eisberg voraus,
Sommerflaute für die US-Konjunktur

In den USA hat Trumps Haushaltspaket („Big Beautiful Bill“) das Repräsentantenhaus mit knapper Mehrheit in Richtung Senat verlassen. Wir erwarten, dass es nach Änderungen im Senat letztlich auch verabschiedet wird. Steuererleichterungen und neue Staatsausgaben reißen im Staatshaushalt laut CBO ein Loch von rund 400 Mrd. US-\$ pro Jahr. Trotz Einsparungen von etwa 150 Mrd. US-\$ und Zolleinnahmen, die wir auf rund 200 Mrd. US-\$ veranschlagen, dürfte sich das bereits hohe Haushaltsdefizit von 6,2 % weiter verschlechtern. Dies auch deshalb, weil wir für das Jahr 2025 mit einer weitgehend stagnierenden Wirtschaftsleistung aufgrund zollbedingter Realeinkommensverluste und der hohen Verunsicherung von Konsumenten und Unternehmen rechnen. Zieht man von unserer BIP-Prognose von 1,0 % für 2025 die höhere Ausgangsbasis aus dem Vorjahr ab, läge die Rate bei 0,0 %. Die von der US-Administration anvisierten Steuererleichterungen dürften Impulse für das BIP-Wachstum erst 2026 setzen.

Deutschland: Bodenbildung der
Konjunkturdaten zeichnet sich ab

Die Vorquartalsrate des deutschen Bruttoinlandprodukts wurde für das erste Quartal 2025 von 0,2 % auf 0,4 % hochrevidiert. Vor allem die Exporte entwickelten sich mit einem Zuwachs von 3,2 % stark. Dies passt zur leicht verbesserten Lageeinschätzung des ifo Geschäftsklimas zu Jahresbeginn. Hier dürften aber auch Vorzieheffekte durch die Antizipation der US-Zölle gewirkt haben. Dieser Impuls fehlt im weiteren Jahresverlauf. Insgesamt geht ein konjunkturelles Aufbruchssignal weder vom Geschäftsklima noch von den Einkaufsmanagerindizes aus. Wir erwarten weiterhin, dass die deutsche Wirtschaft 2025 zunächst im Stagnationsumfeld verharret. Im Euroraum wird es mit einem BIP-Anstieg von 0,8 % wohl besser laufen. Erst 2026 dürfte sich das Wachstumstempo in Deutschland sowie im Euroraum durch größere staatliche Ausgaben erhöhen.

Stress für Fed und BoE

Zollbedingter US-Preisdruck steigt,
Fed wartet auf Klarheit

In der US-Inflationswelle 2021/22 stiegen die Warenpreise im Verbraucherpreisindex mit einer Verzögerung von einem halben Jahr, nachdem der Preisdruck bei Unternehmen gestiegen war. In aktuellen Umfragen berichten Unternehmen über einen steigenden Preisdruck und auch in hochfrequentierten Preisdaten von Einzelhändlern zeigen sich bereits Anstiege. Wir erwarten, dass die Zölle Schritt für Schritt in die Absatzpreise überwälzt werden. Letztlich hängt der Inflationsdruck vom effektiven Zollniveau ab. Die Unsicherheit hinsichtlich unserer US-Inflationsprognose ist dementsprechend zurzeit höher als sonst. Entlastend wirkt für US-Verbraucher lediglich der niedrig notierende Benzinpreis.

Fed nimmt Arbeitsmarkt in Blick

Aktuell liegt die Inflationsrate für die Verbraucherpreise bei 2,3 % (Kernrate 2,8 %) und der Konsumdeflator liegt noch näher am 2,0-%-Preisziel der Fed. Aus den Erfahrungen der vergangenen Inflationswelle hat die US-Notenbank zuletzt aber bekräftigt, auf mehr Klarheit warten zu wollen. Wegen der von uns erwarteten Stagnationsphase der Wirtschaft rechnen wir damit, dass die Fed ihr Beschäfti-

BoE nimmt den Fuß nur langsam vom Bremspedal

gungsmandat ab Herbst stärker in den Blick nimmt und trotz steigender Inflationsraten bis zum Jahresende zwei Zinssenkungen vornimmt.

Auch die BoE droht ihr Inflationsziel länger zu verfehlen. Die Inflationsrate stieg im April, noch stärker als von uns erwartet, von zuvor 2,6 auf 3,5 %. Unsere Inflationsprognose für 2025 haben wir deshalb von 2,9 auf 3,2 % erhöht. Die BoE wird den Restriktionsgrad ihrer Geldpolitik deshalb voraussichtlich nur langsam zurückführen. Für die Zeit bis Ende 2025 rechnen wir weiter mit zwei Zinssenkungen. Womöglich reicht es sogar nur zu einer weiteren Zinssenkung.

EZB: Mission erfüllt, in neutraler Position abwartend

Die EWU-Inflationsrate ist im Mai auf 1,9 % gesunken. Damit entspricht sie dem 2,0-%-Preisziel der EZB. Unsere Inflationsprognose für 2025/26 haben wir vor allem wegen der günstigen Energiepreisentwicklung und des fester bleibenden Euro von je 2,3 auf 2,1 % gesenkt. Die EZB hat jüngst den Einlagesatz auf 2,00 % und damit unseres Erachtens auf ein klar neutrales Niveau gesenkt. Wir erwarten, dass sie in dieser Position zunächst die Zollentwicklungen abwarten wird. Weitere Leitzinssenkungen in den expansiven Bereich wären unseres Erachtens erst geboten, wenn sich die Konjunktur – entgegen unserer Prognose – deutlich abkühlte.

Höhere Renditeniveaus erwartet

Risikoprämien im Blick haben

An den Anleihemärkten standen zuletzt vor allem längerfristige Renditen unter Druck. Relativ schlechte Auktionsergebnisse ließen japanische Anleiherenditen (20J, 30J) steigen. Nervosität zeigte sich auch bei US-Treasuries, deren Renditen bei Laufzeiten von 20 und 30 Jahren über die 5,00-%-Marke stiegen. Global setzte eine Beruhigung erst ein, als das japanische Finanzministerium verkündet hatte, nun verstärkt kurz laufende Anleihen emittieren zu wollen. Das US-Finanzministerium verfährt schon seit geraumer Zeit so. Gute Nachrichten sind das unseres Erachtens nicht. Die Tragfähigkeit der Staatsschulden dürfte zunehmend von Investoren hinterfragt werden. Sie werden entsprechend höhere Risikoprämien fordern. Durch Trumps Haushaltsgesetz rollt zudem eine noch höhere Emissionswelle auf US-Treasuries zu. Die Umsetzung der aktuell diskutierten Sondersteuer auf Kapitalerträge ausländischer Investoren in den USA würde wohl zusätzlich renditesteigernd wirken. So oder so: Im Trend erwarten wir weiterhin höhere 10-jährige Treasury-Renditen. Über den Zinsverbund besteht Aufwärtspotenzial auch für die Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen, das sich aus unserer Sicht aus den zu Jahresende anlaufenden Ausgaben aus dem deutschen Fiskalpaket verstärken dürfte. Unsere Renditeprognosen haben wir nahezu beibehalten.

EUR–USD vorerst weiter bei 1,15

Seit dem „Liberation Day“ vom 2. April 2025 zeigt sich EUR gegenüber USD fester, die Währung entkoppelte sich von der Zinsdifferenz. Der Kurs schwankt seitdem um 1,14. Auf 3M-Sicht halten wir etwas höhere Kurse weiter für wahrscheinlich. Hierfür sprechen bald schwächere US-Konjunkturdaten, Zinssenkungen der Fed und die immer schlechter werdende US-Haushaltsslage. Internationale Investoren werden unseres Erachtens zwar nicht reihenweise aus US-Assets flüchten, aber (heimische) Alternativen in den Blick nehmen.

DAX-Ziel für Ende 2025 auf 25.000 Punkte angehoben

Unsere DAX-Prognose für Ende 2025 haben wir von 24.000 auf 25.000 Punkte erhöht. An den Aktienmärkten schätzen die Investoren die negativen Auswirkungen der US-Zollpolitik auf die Weltwirtschaft und die Unternehmensgewinne mittlerweile als nicht mehr so dramatisch ein. Sie setzen auf Zoll-Deals. Unsere Sichtweise ist auch, dass ein scharfer US-Konjunkturinbruch ausbleiben wird. Dementsprechend dürften Gewinnprognosen für 2025/26 für den DAX weiter erhöht werden. Außerdem wird der europäische Aktienmarkt wohl von der nicht mehr bremsenden Geldpolitik und einer bald expansiven Fiskalpolitik profitieren.

Prognosen

Wachstum und Inflation

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

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

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

Zinsen und Renditen (%)

	05.06.2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026
USA					
Federal Funds Rate (oberer Zielspannenwert)	4,50	4,25	4,00	3,50	3,50
2-jährige Treasury	3,96	3,90	3,70	3,50	3,40
10-jährige Treasury	4,39	4,40	4,60	4,80	5,00
Euroraum					
EZB-Einlagesatz	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
2-jährige Bundesanleihe	1,88	1,90	2,00	2,00	2,00
10-jährige Bundesanleihe	2,59	2,60	2,70	2,90	3,00
Großbritannien					
Bank Rate	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50
2-jährige Gilt	4,02	3,80	3,60	3,50	3,50
10-jährige Gilt	4,62	4,60	4,70	4,90	4,90
Schweiz					
SNB-Leitzins	0,25	0,00	−0,25	−0,25	−0,25
2-jährige Eidgenössische	−0,17	−0,10	−0,20	−0,20	−0,20
10-jährige Eidgenössische	0,37	0,40	0,50	0,50	0,60

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

Aktienmarkt

	05.06.2025	Q4 2025
DAX (Index)	24.324	25.000

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

Währungen

	05.06.2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026
EUR–USD	1,14	1,15	1,13	1,12	1,10
EUR–GBP	0,84	0,84	0,85	0,85	0,85
EUR–CHF	0,94	0,94	0,96	0,97	0,97
EUR–PLN	4,28	4,35	4,35	4,30	4,20

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

Abkürzungen

Abkürzung	Bedeutung	Abkürzung	Bedeutung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	Fed	Federal Reserve Bank (Notenbank der USA)
BoE	Bank of England (Notenbank von Großbritannien)	FRA	Frankreich
CHF	Schweizer Franken	GBP	Britische Pfund
CBO	Congressional Budget Office	ifo	ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
DAX	Deutscher Aktienindex	ITA	Italien
DEU	Bundesrepublik Deutschland	JPN	Japan
ESP	Spanien	PLN	Polnische Zloty
EUR	Euro	SNB	Schweizerische Nationalbank (Notenbank der Schweiz)
EWU	Europäische Währungsunion	US/USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
EZB	Europäische Zentralbank	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
Congressional Budget Office	Haushaltsbüro des US-Kongresses
Einkaufsmanagerindex	Ein auf Basis der Befragung so genannter Einkaufsmanager gewonnener Konjunkturindikator, der einen Überblick über die wirtschaftliche Lage im Verarbeitenden bzw. Nicht-verarbeitenden Gewerbe (Dienstleistungssektor) gibt. Ein Wert von unter (über) 50 Punkten deutet auf eine schrumpfende (zunehmende) Geschäftstätigkeit hin
Europäische Währungsunion	Zusammenschluss von Ländern, die den Euro als offizielles Zahlungsmittel eingeführt haben
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
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
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

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

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!

