

Markt Dialog Spezial 03/2025

Trump schwingt die globale Zollkeule



Liebe Kundinnen, liebe Kunden,
 liebe Vertriebspartnerinnen und Vertriebspartner,
 liebe Interessentinnen, liebe Interessenten,

Donald Trump hat gestern umfangreiche Zollerhöhungen angeordnet, die aggressivsten in der amerikanischen Wirtschaftsgeschichte. Der Protektionismus tritt damit in eine neue Stufe ein. Das Risiko eines umfassenden globalen Handelskonflikts steigt, zumal viele Handelspartner – nach Trump'scher Lesart wohl eher "Handelsgegner" – die höheren Zölle nicht widerstandslos hinnehmen werden.

Präsident Trump hat gestern eine umfassende Neuausrichtung der US-Außenwirtschaftspolitik angekündigt und eine umfassende Erhöhung der Zölle angeordnet. Im Einzelnen:

- Für alle Importe der USA wird ab dem 5. April grundsätzlich ein zusätzlicher Zoll von 10% erhoben.
- Für Länder, die sich nach US-Ansicht besonders unfairer Handelspraktiken bedienen, wird dieser Satz ab dem 9. April auf einen länderspezifischen "adjustierten" (sprich: höheren) Zollsatz erhöht (Tabelle). Insgesamt betrifft dies 57 Länder, darunter viele der größten Handelspartner der USA. Dieser Zoll wird zusätzlich zu bereits bestehenden Zöllen erhoben. China wurde von Trump beispielsweise schon mit einem allgemeinen 20%-igen Zoll belegt. Rechnet man den länderspezifischen Zollsatz von 34% mit ein, so erhöht sich der Zoll für Importe aus China auf 54%. Für die EU wurde ein zusätzlicher reziproker Zollsatz von 20% festgelegt. Großbritannien findet sich nicht auf der schwarzen Liste wieder; das Land hat schließlich ein Defizit im Handel mit den USA. Damit bleibt es für Britannien bei dem 10%-igen Zoll, der für alle gilt, die nicht auf der Liste der besonders unfairen Handelspartner stehen.
- Für Kanada und Mexiko, die mit den USA in einer Freihandelszone verbunden sind, gelten andere Regeln. Alle Importe, die den Wertschöpfungsregeln der USMCA entsprechen, werden von Zusatzzöllen ausgenommen, die übrigen Einfuhren aus diesen Ländern werden mit einem 12%-igen Zoll belegt.
- Produktspezifische Sonderzölle, beispielsweise der 25%-ige Zoll auf Autoimporte oder die Zölle auf die Einfuhren von Stahl und Aluminium, bleiben erhalten.
- Zusätzlich gilt, dass nur der nicht-amerikanische Teil der Wertschöpfung der Importe mit den Zusatzzöllen belegt wird, vorausgesetzt, der US-Anteil beläuft sich auf mindestens 20%.
- Von den Zusatzzöllen ausgenommen sind eine ganze Reihe von Produkten, die die USA selbst nicht im erforderlichen Maße haben oder die für die USA wichtig sind. Diese Produktkategorien sind in einem Anhang zur Exekutivanweisung aufgeführt. Darunter fallen Pharmaprodukte, fossile Energieträger, Chemieprodukte, Halbleiter, Mineralien und Holz. Überschlüssig betrifft dies ein Fünftel der US-Einfuhren. Für Deutschland wichtig sind hier pharmazeutischen Produkte (16% der deutschen Ausfuhren in die USA) sowie Chemie (9% der Ausfuhren). Allerdings ist dies vielfach wohl nur eine temporäre Ausnahme. Einige Untersuchungsergebnisse der US-Behörden liegen noch nicht vor, sodass hier mittelfristig durchaus weitere Zollerhöhungen möglich sind.

"Reziproke" Zölle

Länderspezifische Zusatzzölle laut Annex I der Exekutivanweisung des US-Präsidenten. Auswahl der 57 aufgeführten Länder. US-Handelsbilanzsaldo in Mrd. Dollar und Anteil an den US-Einfuhren, Daten für 2024

	Reziproke Zollsätze	US-Handelsbilanzsaldo	Anteil an US-Einfuhren
Vietnam	46%	-123	4.2%
China	34%	-292	13.4%
Schweiz	32%	-39	1.9%
Taiwan	32%	-74	3.6%
Indien	27%	-46	2.7%
Südkorea	26%	-66	4.0%
Japan	24%	-69	4.5%
EU	20%	-241	18.5%

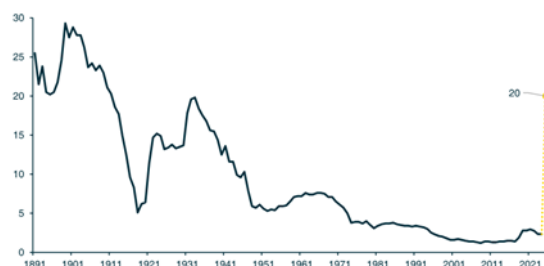
Quelle: Weißes Haus, New York Times

Eine beispielelose Zollrunde

Grob überschlagen dürfte sich der Effektivzoll der USA (Zolleinnahmen in % des gesamten Einfuhrwertes) auf rund 20% erhöhen, ein Anstieg um 17 Prozentpunkte. Sollte dies tatsächlich so umgesetzt werden, wäre das die größte Zollerhöhung der Geschichte. Zum Vergleich: die Smoot/Hawley-Zölle von 1930 – eine berühmte Zollerhöhungsmaßnahme – erhöhten den Effektivzoll um rund 6 Prozentpunkte.

Effektivzoll der USA in %

Gestrichelte Linie: Überschlägige Abschätzung der jetzt angeordneten Zölle



Quelle: Bloomberg, Census, Weißes Haus

Was bedeutet das für Deutschland und die EU?

Auch für Deutschland bedeuten die neuen Zölle eine spürbare Behinderung im Export in die USA. Besonders getroffen sind die Auto- und Autoteileexporte, die mit einem zusätzlichen Zoll von 25% belegt werden. Neben den Autoexporten kommen die nun angekündigten reziproken Zölle von 20% auf alle

anderen Waren aus der EU, bzw. Deutschland ab dem 9. April. Ausgenommen von diesen reziproken Zöllen sind allerdings die für das deutsche Exportgeschäft wichtigen Pharmaprodukte, sowie diverse organische und anorganische Chemikalien. Insgesamt gehen wir davon aus, dass damit bis zu 80% aller deutschen Warenexporte in die USA mit einem Zoll von mindestens 20% belegt werden.

Wir hatten bereits den Effekt von Trumps Zöllen auf die deutsche Wirtschaft in unsere Prognosen mit aufgenommen und unsere Prognosen für das deutsche Wirtschaftswachstum in diesem Jahr von 0,2% auf 0,0% gesenkt. In unserem Basisszenario gehen wir allerdings davon aus, dass der Schaden durch Verhandlungen zwischen der EU und der Trump-Administration abgesenkt werden kann und Zölle nur auf einzelne Sektoren langfristig bestehen bleiben. Sollten Verhandlungen nicht erfolgreich sein, dürfte der Schaden für Deutschland innerhalb von zwei Jahren auf etwa 0,5% des BIPs ansteigen. Die Europäische Union dürfte im Durchschnitt etwas glimpflicher davonkommen. Zwar ist Italien im Exportgeschäft mit den USA ähnlich exponiert wie Deutschland. Frankreich und Spanien allerdings handeln deutlich weniger mit den USA.

Was heißt das für die US-Wirtschaft?

Die massiven Zölle dürften zu höheren Verbraucherpreisen führen und die US-Wirtschaft bremsen. So entsprechen die Warenimporte der USA etwa 11% des Bruttoinlandsproduktes. Und diese dürften sich um durchschnittlich fast 20% verteuern, sofern man in einem ersten Schritt ausklammert, dass die Anbieter einen Teil der Kosten tragen, die Verbraucher auf andere Produkte ausweichen und sich andere Parameter wie der Wechselkurs ändern können.

Gleichzeitig zerstört die rabiate und erratische Wirtschaftspolitik Planungsgrundlagen und führt dazu, dass sich Unternehmen und Verbraucher zurückhalten. Zudem verringern die Preissteigerungen das Realeinkommen

der Verbraucher, was den Konsum bremst. Und auch die Unternehmen leiden unter der Verteuerung von Vorprodukten. Vergeltungsmaßnahmen der Handelspartner könnten zudem ausländische Absatzmärkte wegbrechen lassen.

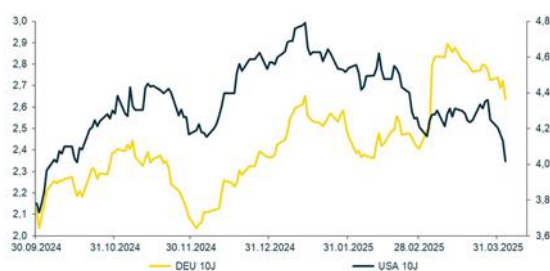
Wir haben zwar bereits vor einem Monat unsere US-Wachstumsprognose gesenkt und die Inflationsprognose angehoben. Aber diese Zahlen stehen unter dem Eindruck der jüngsten Entwicklungen auf dem Prüfstand. Dies gilt vor allem für das Wachstum, denn bei der Inflation werden die Aufwärtsrisiken wegen der Zölle allmählich ausgeglichen durch den Abwärtsdruck, der von der schwächeren Konjunktur ausgeht.

Deutlicher Renditerückgang

Der von Trump ausgerufenen „Tag der Befreiung“ mit der feierlichen Bekanntgabe neuer Zölle hat bereits im Vorfeld zu einer weit verbreiteten Risk-off Bewegung mit merklichen Renditerückgängen bei Staatsanleihen geführt. Die Bekanntgabe der Zölle hat die Erwartungen übertroffen und zu einem weiteren kräftigen Renditerückgang geführt. Treiber für die Rally an den Rentenmärkten sind vor allem die gestiegenen Wachstumsrisiken. Dies kann man an den inflationsindexierten Anleihen ablesen. In den letzten zwei Wochen haben sich bei den Staatsanleihen der Industriestaaten die Inflationserwartungen wenig verändert, dagegen sind die Realrenditen kräftig zurückgegangen.

Renditen von Staatsanleihen

10-jährige Bundesanleihe (linke Achse) und 10-jährige US-Treasury



Quelle: Bloomberg

In diesem Umfeld haben die Zinssenkungserwartungen für die Notenbanken wieder merklich zugenommen. So wird für die EZB eine Zinssenkung für April voll eingepreist, dies war bislang noch umstritten. Im Juli wird von den Marktteilnehmern mit einer weiteren Zinssenkung gerechnet. Beide Zinssenkungen der EZB haben auch wir bisher erwartet. Wir nehmen aktuell keine Einschätzungsänderung vor.

Für die US-Notenbank wird die Arbeit komplexer, denn beide Ziele Vollbeschäftigung und Preisstabilität werden schwieriger zu erreichen sein. Sie könnte nach den Äußerungen von Fed-Chef Powell auf der letzten Pressekonferenz im März durch den zollbedingten Anstieg der Inflation "hindurchschauen" und daher von Zinserhöhungen absehen. Voraussetzung dafür ist aber, dass die Inflationserwartungen nicht aus dem Ruder laufen.

Für die Fed preisen die Marktteilnehmer eine Zinssenkung jetzt schon im Juni ein, vorher rechnete man erst im Juli damit. Wir halten an unserer Einschätzung zunächst fest, dass die Fed in den nächsten Monaten keine Zinsänderung vornehmen dürfte.

Anlagestrategie beibehalten

Die Anlagestrategie bei den Staatsanleihen hatten wir bereits vorsichtiger ausgerichtet und bevorzugt kurze und mittlere Laufzeiten. In diesem Marktumfeld behalten wir dies bei. Wir denken, dass der Renditerückgang schon weit fortgeschritten ist. Eine Verlängerung der Laufzeit wäre unserer Ansicht nach nur angeraten, wenn es tatsächlich zu einer Rezession in den USA oder einer Eskalation des Handelskrieges durch die Einführung von Gegenmaßnahmen käme. Beides ist derzeit noch nicht absehbar. Wir gehen momentan von einem Wachstumsdämpfer aus, den wir bereits in unseren Prognosen berücksichtigt haben.

In der zweiten Jahreshälfte laufen nicht nur die EZB-Zinssenkungen aus, es werden auch höhere Emissionen von Bundesanleihen

wegen des Finanzpakets für Verteidigung und Infrastruktur nötig. Auch im Euroraum dürfte die Emissionstätigkeit zunehmen. Wir rechnen daher weiterhin mit Gegenwind für die Staatsanleihen.

Euro profitiert von dem Umfeld

Die Aussichten für den US-Dollar sind schwer einzuschätzen. Während sich der US-Dollar bei der Einführung der ersten Zölle noch stärkte, wertete er jetzt gründlich ab. Der Euro stieg im Gegenzug um gut 2 1/2 Cent auf 1,1080 US-Dollar. Scheinbar drücken die Wachstumssorgen in den USA den US-Dollar. Treiber sind dafür die zunehmenden Erwartungen von Leitzinssenkungen der Fed. Zudem sinkt der Renditevorteil der USA schon seit Mitte Februar. Wir gehen aber weder von einer baldigen Zinssenkung der Fed, noch von einer Rezession in den USA aus. Eine weitere US-Dollarabwertung ist für uns keineswegs sicher. Wir bleiben daher bei unserem Votum neutral für den US-Dollar.

Angesichts der im Jahr 2026 anstehenden Zwischenwahlen dürfte jedoch auch die US-Regierung gewillt sein, den US-Aktienmarkt im Laufe des zweiten Halbjahres zu unterstützen. Von daher sehen wir auch gute Chancen für die US-Aktienmärkte im späteren Jahresverlauf.

Euro wertet kräftig auf Euro-US-Dollarkurs



Quelle: Bloomberg

Fazit

Die Einführung neuer Zölle von Trump an seinem sogenannten "Tag der Befreiung" waren die aggressivsten in der amerikanischen Geschichte und überraschten die Kapitalmärkte. Der US-Dollar schwächte sich kräftig ab und die Staatsanleiherenditen gingen stark zurück. An den Rentenmärkten präferieren wir zunächst weiterhin kurze und mittlere Laufzeiten, da wir nicht mit mehr Zinssenkungen der Fed und der EZB rechnen als bisher. Das Votum für den US-Dollar belassen wir bei neutral.

Wichtige Hinweise:

Diese Information ist eine Marketingunterlage im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, d.h. sie genügt nicht allen Anforderungen für Finanzanalysen und für die Dialog Vermögensmanagement GmbH oder ihre Mitarbeiter besteht kein gesetzliches Verbot, vor Veröffentlichung der Information in den darin genannten Wertpapierprodukten zu handeln.

Adressat

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden und Vertriebspartner der Dialog Vermögensmanagement GmbH in Kontinentaleuropa bestimmt. Insbesondere dürfen diese Information nicht nach Großbritannien, den USA oder nach Kanada eingeführt oder dort verbreitet werden.

Kein Angebot - keine Beratung

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

Informationsquellen, Aktualisierungsbedingungen

Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Wesentliche Informationsquellen für diese Ausarbeitung sind Informationen, die die Dialog Vermögensmanagement GmbH für zuverlässig erachtet. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Darstellung von Wertentwicklungen

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.

Aufsichtsbehörde

Die Dialog Vermögensmanagement GmbH unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, und Marie-Curie-Straße 24, 60439 Frankfurt.

©2025; Herausgeber:

Dialog Vermögensmanagement GmbH, Gutenbergstraße 47, 72555 Metzingen

Verantwortlich:

Michael Fischer, Geschäftsführer
Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der Dialog Vermögensmanagement GmbH weder reproduziert noch weitergegeben werden.

Abgeschlossen am 8. April 2025