



Die Welt bleibt unberechenbar

Das Thema Zölle bleibt für die Weltwirtschaft virulent. Selbst wenn einige „Deals“ erreicht werden, ist ein bleibender Vertrauensverlust angerichtet. Und zumindest einige erhöhte Basiszölle werden in ihrer Schädlichkeit bestehen bleiben. Darunter leidet auch die stark exportorientierte deutsche Volkswirtschaft.

Ein zweiter großer Einflussfaktor für die deutsche Wirtschaftsentwicklung in den nächsten Jahren wird die Umsetzung der aufgesetzten großen fiskalischen Pakete in den Bereichen Sicherheit und Infrastruktur sein. Die Ausgaben auf diesen Feldern sind inhaltlich dringend geboten. Ein vorsichtiger zeitlicher Verausgabungspfad ist aber empfohlen, damit sich der Effekt bei knappen Produktionskapazitäten nicht vorwiegend in den Preisen niederschlägt.

In beiden Themenfeldern – Zölle und Finanzpolitik – besteht noch erhebliche Unsicherheit über den Fortgang. Das erschwert jegliche makroökonomische Prognose derzeit besonders. Die hier vorgelegte Analyse unternimmt daher zunächst eine Systematisierung und qualitative Einordnung der Wirkungsrichtung dieser Großthemen auf Produktion, Preise und Zinsen in den wichtigsten Wirtschaftsräumen.

Berlin, 10. Juni 2025

Autor:

Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Die Welt bleibt unberechenbar

Großtrends bisher bestenfalls qualitativ einzuordnen

Die Weltwirtschaft ist 2025 von besonders großen Unsicherheiten geprägt. Das haben wir zwar auch schon für die letzten Jahre festgestellt. Diese waren aufgrund von Pandemie, Krieg und Inflation außerordentlich. Doch gilt die Einschätzung erneut. Die Hauptthemen wechseln dabei. Jetzt ist das internationale Rahmenwerk für den Handel und für die globale industrielle Arbeitsteilung zutiefst erschüttert. Maßgeblicher Auslöser dafür sind die von der US-Regierung losgetretenen Zollstreitigkeiten. Das ständige Hin und Her von Ankündigungen, Drohungen, Inkraftsetzungen und zeitweisen Aussetzungen erzeugt Unübersichtlichkeit und Unberechenbarkeit.

Selbst wenn am Ende und nach etwaigen „Deals“ moderatere Zollsatz-Belastungen verbleiben sollten, ist der größte Teil des Schadens bereits angerichtet. Vertrauen ist zerstört. Verbindlichkeit und Vertragssicherheit sind in kurzfristiges Belieben gestellt und machtpolitischem Druck ausgesetzt. In einer solchen Welt werden unweigerlich Investitionspläne zurückgestellt und sonst produktive Interaktionen vermieden. Das trifft auch Sparkassen- und Landesbanken. Transmissionswege sind hierbei vor allem die Kundenunternehmen aus denjenigen Branchen, die eine besonders große Exportorientierung aufweisen, etwa aus dem Metall-, Fahrzeug- und Maschinenbau. Wir haben seitens des DSGV innerhalb der Finanzgruppe bereits entsprechende Branchen-Analysetools für unsere Institute bereitgestellt.

Wie stark die negativen Effekte für die Gesamtwirtschaft wirken werden, ist bislang kaum zu bemessen. Es ist eine historische Einmaligkeit, für die keine Erfahrungswerte vorliegen. Es sind viele nichtlineare Wirkungen denkbar. Und das neue Gleichgewicht im Rahmenwerk ist noch keineswegs erkennbar. Unter diesen Erschwernissen leiden derzeit auch alle makroökonomischen Prognosen. Diese müssen ohnehin immer unter Vorbehalt gestellt werden, derzeit jedoch in ganz besonderem Maße. Im Prinzip sind nur noch Szenarien skizzierbar, und dabei lässt sich kaum noch ein wirkliches Hauptszenario mit hoher Eintrittswahrscheinlichkeit herauskristallisieren.

In der hier vorgelegten Analyse sollen aber zumindest die qualitativen Wirkungsrichtungen der großen aktuellen Verschiebungen beleuchtet werden. Nicht einmal diese sind in allen Fällen und im Zusammenwirken der vielen betroffenen Variablen klar und eindeutig. Die folgende schematische Darstellung versucht eine Sortierung.

Dabei beschränken wir uns auf die aus der Perspektive Deutschlands besonders bedeutenden Faktoren: den Handelsstreit und die großen Fiskalpakete.

*Vertrauensverlust
als bleibender Schaden
bereits eingetreten*

Betrachtete Großthemen:

- *Handelsstreit*
- *Deutsche Fiskalpakete
(Verteidigung und
Infrastruktur)*

Letztere können kausal durchaus auch in den internationalen Zusammenhang gestellt werden. Zumindest der Teil der in Deutschland und Europa angestrebten höheren Verteidigungsausgaben ist der Abkapselung der USA zuzuschreiben – hier nicht in der Handelsdimension, sondern in der sicherheitspolitischen in Form des teilweisen faktischen Entzugs des militärischen Schutzschirms.

Die höheren Infrastrukturausgaben in Deutschland sind dagegen eher aus dem inneren Bedarf entstanden, aufgrund der jahrelang zugunsten von konsumtiven Staatsausgaben verschleppten öffentlichen Investitionen.

Diese beiden Großthemen – Zollstreit und grundständig neu aufgestellte deutsche Finanzpolitik – interagieren in vielfältiger Weise. Sie haben potenzielle Auswirkungen auf das Wachstum, aber auch auf Preise und Zinsen. Die Effekte haben dabei teils gegenläufige Richtungen für die einzelnen Länder und Wirtschaftsräume. Die untenstehende Tabelle unternimmt eine Einordnung.

Einfache, doppelte oder gar dreifache Pluszeichen stehen dabei für einen steigernden Einfluss auf die betreffende Variable, Minuszeichen repräsentieren entsprechend einen in den Dimensionen abgeschichteten negativen Effekt. Wo die Wirkungsrichtung theoretisch offen ist, weil sie von etwaigen handelspolitischen Gegenmaßnahmen oder von Wechselkursreaktionen abhängt, ist dies entsprechend markiert. Das ist – Stichwort Unsicherheit – in recht vielen Feldern der Fall. Ebenso sind diejenigen Fälle vermerkt, in denen die Auswirkungen vernachlässigbar klein sind. Dennoch bleiben einige wichtige bewertbare Kombinationen.

Qualitative Wirkungsrichtung auf wichtige Länder der Weltwirtschaft

Rot: Auswirkungen der US-Zölle

Blau: Auswirkungen höherer deutscher Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben

	Auswirkung auf das BIP	Auswirkung auf die Preise	Auswirkung auf das Zinsniveau
USA	- - - +	+ + + ~	+ + ?
Euroraum	- - +	? +	? +
Deutschland	- - + +	? +	? + +
China	- - ~	? ~	? ~
Drittländer	- ~	+ ~	+ ~

~ = vernachlässigbares Ausmaß

? = Richtung der Wirkung theoretisch offen

Hinsichtlich der von den USA hochgezogenen Zollschränken ist es zunächst hilfreich, sich zu verdeutlichen, dass diese für die USA selbst einem negativen Angebotsschock gleichkommen. Für die Handelspartner bedeutet es hingegen einen negativen Nachfrageschock. Das gilt jedenfalls dann, wenn die Gegenmaßnahmen der betroffenen Länder in Höhe und Breite moderater ausfallen als der initiale US-Schritt, es also keine sich gegenseitig weiter steigernde Eskalation bis zu einer völligen Blockade gibt.¹

Zölle für die USA selbst ein Angebotsschock, für die anderen Länder ein Nachfrageschock

USA schneiden sich tief ins eigene Fleisch

Für die USA verringert sich – bei weniger und/oder teurer ins Land gelassenen Importen – das im Inland für Konsum und Investition zur Verfügung stehende Güterangebot. Das hat in jedem Fall preissteigernde Wirkungen. Für die Auswirkungen auf die US-eigene Produktion wäre theoretisch denkbar, dass hinter der Zollmauer eine heimische Importsubstitutionsindustrie anspringt und mehr ausliefert. Das ist erklärtes Ziel Trumps. Allerdings dürfte das in der Praxis nur in wenigen Branchen möglich sein. Die USA haben in den letzten Jahrzehnten in vielen Bereichen industrielle Kapazitäten und Kompetenzen verloren, oft in Richtung China. Diese dürften nicht so leicht zurückzuholen sein, insbesondere, wenn man potenzielle Partner und Investoren gleichzeitig mit Rechtsunsicherheit vergrätzt. Auch die nötigen Produktionsfaktoren für ein industrielles Revival dürften nicht zu mobilisieren sein. Der US-Arbeitsmarkt war in den letzten Jahren gut ausgelastet. Und er wird bei einer restriktiveren Einwanderungspolitik auch unelastischer.

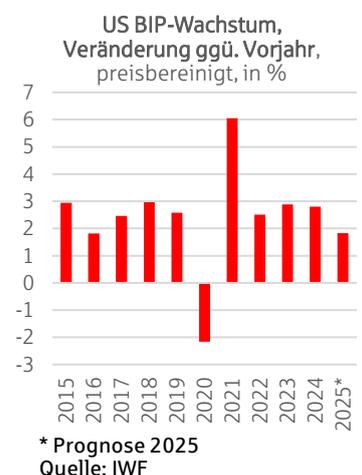
US-Konsumenten zahlen die Zeche

Die USA haben sich vielmehr in den letzten Jahrzehnten – durchaus zum eigenen Gewinn und ihren komparativen Vorteilen folgend – stärker auf Dienstleistungen und Technologie spezialisiert. Wenn jetzt die natürliche internationale Arbeitsteilung verhindert wird, dann leiden Produktivität und Wohlstand. Das ist die Ursache, warum Handelskriege in Theorie und historischer Praxis keine Gewinner kennen.

Und es ist auch der Grund dafür, warum wir in obiger Tabelle als Ausfluss des „roten“ Themas in allen Ländern negative BIP-Auswirkungen verzeichnet haben. Eine grobe Abschätzung des Ausmaßes soll die Verwendung von einfachen, doppelten oder dreifachen Minuszeichen liefern. Sie erheben keinen Anspruch auf eine quantitative Aussage, sondern sollen lediglich die Relationen einordnen.

Wir erwarten den größten negativen Effekt in den USA selbst.

Zwar können sich „große Länder“ in der Außenhandelstheorie in bestimmten Situationen Vorteile durch Zölle verschaffen. Das gilt aber nur dann, wenn diese gezielt auf Gütermärkten mit einem preisunelastischen Importangebot und/oder



¹ Nach einer völligen Blockade sah es allerdings im Falle der bilateralen Beziehung zwischen den USA und der Volksrepublik China zeitweise aus. Wir gehen aber davon aus, dass zumindest die zeitweise gegenseitig verhängten absurden prozentual dreistelligen Zollsätze in einer Verhandlungslösung vermieden werden.

einer sehr elastischen Inlandsnachfrage eingesetzt werden. Aber ein solches differenziertes Vorgehen unternehmen die USA mit der Trump-Handelspolitik eben gerade nicht. Vielmehr wird mit dem Breitschwert auf alle Güter und auf alle Lieferländer eingeschlagen. Am sogenannten „Liberation Day“ wurde eine Liste praktisch aller Länder der Welt vorgelegt.

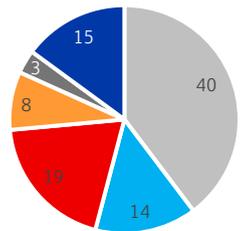
Wenn sich die USA mit ihrem Anteil von ungefähr 15 Prozent² vom gesamten Rest der Weltwirtschaft, also den restlichen 85 Prozent abschotten, dann sind sie eben kein so großes Land mehr. Das Abseitsstellen von den internationalen Handels- und Wissensströmen dürfte dem Land keinen Dienst erweisen. Das gilt langfristig ebenso wie kurzfristig. Auf Dauer werden schädliche strukturelle Effekte eintreten. Und unmittelbar wird der disruptive Effekt erzeugt, dass man sich undifferenziert von wichtigen Vorprodukten abschneidet. Das ist der Grund, warum wir für die USA bei Produktion bzw. Wohlstand ein „Dreifach-Minus“ verzeichnet haben.

Um dann doch einmal – über die hier hauptsächlich verfolgte qualitative Analyse hinaus – eine quantitative Größenordnung einzustreuen: Laut Schätzungen des Instituts für Weltwirtschaft, Kiel, würden die im Mai diskutierten Zollaussmaße einen Verlust von rund 1,5 Prozent des BIP für die USA bedeuten. Das wäre zwar kein völliger Zusammenbruch. Doch wäre damit zumindest eine halbe Jahreswachstumsrate der Größenordnung des Wachstums der guten Jahre im letzten Jahrzehnt verloren. Und wenn sich die nichtlinearen strukturellen Schäden des Vertrauensverlustes verwirklichen sollten, dann wären leicht noch größere und dauerhafte Narben vorstellbar.

Um den Schaden für den Rest der Welt so klein wie möglich zu halten, sollten die 85 Prozent der Weltwirtschaft umso mehr auf Freihandel setzen. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hat sich im Rahmen des Franco-German Council of Economic Experts gemeinsam mit seinem französischen Pendant Mitte Mai in einer entsprechenden Stellungnahme zu Wort gemeldet. Sie empfehlen Europa, eine Führungsrolle bei der Förderung des Freihandelsgedankens einzunehmen. So solle auch das Abkommen mit dem Mercosur alsbald unterzeichnet werden. Auf die darin liegenden Chancen haben wir bereits in der vorherigen Ausgabe dieser Publikationsreihe hingewiesen. Diesen Ratschlag an die Politik, das Mercosur-Abkommen so schnell wie möglich umzusetzen, wiederholen wir hiermit eindringlich.

Gegenüber den USA soll auch im Votum der Sachverständigen und ihrer französischen Kollegen eine Verhandlungslösung angestrebt werden, im Idealfall in Form einer völligen gegenseitigen Zollfreiheit. Für den Fall, dass die Verhandlungen nicht zu einem zufriedenstellenden Ergebnis führen und dass die „reziproken

BIP auf der Grundlage von Kaufkraftparitäten, Anteile am Welt-BIP in % 2024



■ Sonstige ■ EU ■ China
■ Indien ■ Japan ■ USA

Quelle: IWF

Der große „Rest der Welt“ sollte sich in weitgehendem Freihandel vereinen

² Bemessen an den kaufkraftgewichteten Anteilen an der Weltproduktion gemäß der Methodik des Internationalen Währungsfonds. Zu Marktpreis-Wechselkursen wäre der Anteil der USA etwas höher.

Zölle“ seitens der USA kommen, müsse man aber seitens Europas auf eine zielgerichtete handelspolitische Antwort vorbereitet sein.

Diesen handelsstrategischen Empfehlungen würden wir uns im DSGV und in der Gruppe der Chefvolkswirte der Sparkassen-Finanzgruppe weitgehend anschließen. Jetzt erst recht auf das „Zielbild eines Freihandels“ in einer willigen Mehrheit der Weltwirtschaft hinarbeiten, ist unsere konkrete Handlungsempfehlung an die deutsche Politik – bzw. an die für den Binnenmarkt und somit alle Handelsfragen zuständige europäische Ebene.

Länder wie China und Deutschland ebenfalls stark betroffen

Für Europa und insbesondere Deutschland sowie für China gehen wir im Kernszenario von einer starken Betroffenheit aus. Das gilt bereits bei zehnpromigen Basiszöllen der USA und erst recht bei Einführung höherer „reziproker“ Sätze. Wir verzeichnen für Deutschland und China in der Darstellung der obigen Tabelle ein „Doppel-Minus“. Der große Effekt liegt daran, dass diese Länder sehr stark in die Weltwirtschaft eingebunden sind und als Industriegüter-Exporteure und Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen gegenüber den USA besonders exponiert sind. Ähnliches gilt in etwas schwächerer Form für den Euroraum insgesamt.

UK mit einem begrenzten „Deal“

Als erstes Land nach den Verkündigungen des „Liberation Day“ hat das Vereinigte Königreich von Großbritannien und Nordirland einen „Deal“ mit den USA erreicht. Hier stand die Symbolkraft im Vordergrund. Ein enger traditioneller Alliiertes der USA sollte entsprechend geadelt werden. Das steht allerdings in einem unplausiblen Kontrast zu dem Umgang mit Kanada als ebenfalls sehr engem Verbündeten der USA, der in den letzten Monaten zeitweise sehr aggressiv behandelt wurde. Für UK, das nun nach dem Brexit außerhalb der EU vulnerabler als unter dem Schutzmantel des Binnenmarktes ist, war es sicherlich wichtig, zu zeigen, dass man überhaupt in der Lage ist, auch allein Handelsabkommen zu erreichen.

Schaut man genauer auf die Inhalte des Abkommens, dann ist es aber keineswegs so günstig und so von Freihandel geprägt, wie es im politischen Schaufenster von beiden Seiten vermarktet wird. Vielmehr gibt es lediglich eine Reihe von Ausnahmeregelungen für bestimmte Güter, darunter Stahl und Aluminium. Es ist eine Art Umkehrung der Beweislast in der Systematik: Es werden nicht einzelne zu verzollende Güter festgelegt, sondern die Ausnahmen. Der Grund-Zollsatz des „Liberation Day“ in Höhe von zehn Prozent bleibt dagegen in Kraft. Und das ist die entscheidende Belastung. Denn das UK ist nicht in erster Linie als Exporteur von Aluminium bekannt.

UK ist nicht in erster Linie als Aluminium-Exporteur bekannt

Die Betroffenheit der weiteren Handelspartner, der Drittländer, lässt sich nur bedingt zusammenfassen. Hier kommt es sehr auf die einzelnen Konstellationen an. Es mag Sondersituationen geben, in denen einzelne Länder profitieren können. Auch könnten einige an den US-Dollar gekoppelte Volkswirtschaften von einer Abwertung des US-Dollars begünstigt werden. Aber per Saldo und in der

Drittländer sehr individuell betroffen – als Gruppe aber mit Sicherheit negativ

Summe dürfte der negative Effekt überwiegen. Da die meisten Länder im Schnitt aber keine so starken Exportbeziehungen in die USA unterhalten wie etwa China oder Deutschland, haben wir den Effekt in der Tabelle auf Seite 3 für die Drittländer mit einem Einfach-Minus verzeichnet.

**Preiseffekte nur für die USA eindeutig,
für die bisherigen Handelspartner unbestimmt**

Wenden wir uns den Preiseffekten der Zolleinführung zu. Diese sind nur für die USA selbst in ihrer Effektrichtung wirklich eindeutig. Dort steigern sie zweifellos das Preisniveau. Es tritt zumindest ein einmaliger Niveaueffekt ein. Inwieweit darüber hinaus langfristige Inflationssteigerungen verbleiben, hängt auch von der Handhabung der sonstigen Wirtschaftspolitik ab. Gerät etwa die Geldpolitik unter politischen Druck, die Situation mit einer zu lockeren Zinspolitik zu begleiten, dann könnte daraus ein dauerhafter und wiederholter Inflationsimpuls resultieren. Tatsächlich gibt es Anzeichen für Versuche entsprechender politischer Einflussnahme in Richtung der Federal Reserve seitens der Trump-Administration.

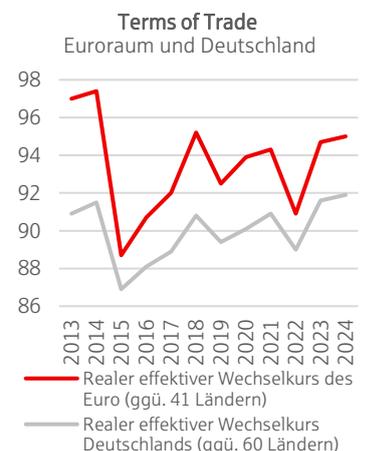
Ferner verbleibt als langfristiger Effekt der Abkoppelung der USA von den Weltmärkten durch die Importzölle die strukturell verringerte Arbeitsteilung mit entsprechenden Kosten in Form niedrigerer Produktivität. Dies könnte ebenfalls langfristig preissteigernde Wirkungen entfalten.

Für die anderen Länder ist hingegen die Auswirkung auf die Preise nur sehr schwer abzuschätzen. Selbst in dem hier verfolgten „qualitativen“ Ansatz ist sie in der Richtung nicht eindeutig. Der Preiseffekt hängt von vielen weiteren Faktoren ab, insbesondere von der Wechselkursentwicklung, aber auch von denkbaren Umleitungseffekten in den Güterströmen des Welthandels.

So ist eine Sorge in Europa, dass aus den USA ausgesperrte chinesische Waren nun auf den europäischen Markt geworfen werden. Bei den vorhandenen hohen Produktionskapazitäten in vielen Industrien in China, die bei Wegfall von Absatzpotenzialen auf dem US-amerikanischen Markt nun wohl als Überkapazitäten eingeordnet werden müssen, ist dies nicht unwahrscheinlich. Sie könnten, zu Grenzkostenpreisen angeboten, zu einigen Verwerfungen auf den europäischen Märkten führen. Das entspräche aus chinesischer Sicht aber durchaus einem ökonomischen Kalkül und ist nicht mit dem Fall von künstlichen Subventionen zu verwechseln, der ebenfalls manchmal als Vorwurf in Richtung China erhoben wird.

Auch wenn ein entsprechendes zusätzliches chinesisches Güterangebot den europäischen Import-Konkurrenzprodukten sicher nicht gefallen wird, müsste dies wohl im Sinne des oben als Strategie für Europa empfohlenen Freihandels im Rest der Welt ausgehalten werden. Die europäischen Konsumenten würden auf jeden Fall preislich profitieren. Die europäischen Terms of Trade würden sich weiter verbessern. Diese Entwicklung trifft auf eine ohnehin von Rückenwind geprägte Situation bei den Terms of Trade in den letzten Jahren. Mit der Normalisierung der Energiepreise haben sich die Realtauschverhältnisse für Deutschland

Preiseffekt für die anderen Länder von handelspolitischer Antwort und von den Wechselkursreaktionen abhängig



Quelle: Bundesbank

und den Euroraum in den Jahren 2023 und 2024 nach dem Preisschock bei Ausbruch des Ukraine-Krieges zuletzt wieder recht weit erholt.

Wechselkurseffekte ex ante unklar – empirisch zeigt sich ein Misstrauensvotum gegenüber dem US-Dollar

Ein erheblicher Teil der Preiswirkung der Zölle auf den Drittmärkten hängt auch von den Wechselkursreaktionen ab. In der Theorie würde – ganz mechanisch und isoliert betrachtet – ein Zoll der USA zu einer Aufwertung des Dollars führen. Bei niedrigeren Netto-Importpreisen, die tatsächlich nach Zollabschöpfung an das Lieferland fließen, durch die Nachfragedrosselung und bei je nach Elastizität auch gedrückten Liefermengen würden weniger Devisen für die Begleichung der Importrechnung benötigt. Gleichzeitig wären ceteris paribus die Exporterlöse der USA unberührt, wenn die anderen Länder keine Vergeltungsmaßnahmen treffen. Die Angebots- und Nachfragerelationen am Devisenmarkt, die aus den Handelsströmen stammen, würden dann zu einer Dollar-Aufwertung führen.

Nebenbemerkung: Genau eine solche Dollar-Aufwertung würde dann bei einem neuen Gleichgewicht den Leistungsbilanzsaldo der USA wieder zurück zu seinem alten Defizit führen, solange sich die Kapitalströme nicht verändern. Das von Präsident Trump erklärte Ziel eines Leistungsbilanzausgleichs würde durch die Zölle also nicht erreicht!

US-Präsident Trump dürfte deshalb tatsächlich ein Interesse an einem schwächeren Außenwert des Dollars haben. Und in der Realität haben wir eine Abwertung des Dollars erlebt. Der Grund dafür ist natürlich der mit in die Betrachtung hineinzunehmende Kapitalverkehr. Dessen Volumina dominieren seit Jahren die an den Devisenmärkten gehandelten Volumina. Die USA benötigen erhebliche Kapitalzuflüsse, um ihr Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Diese werden maßgeblich durch das hohe fiskalische Haushaltsdefizit getriggert. Nicht umsonst ist das Zinsniveau in den USA als Anreiz für diese Kapitalzuflüsse höher als in anderen Industrieländern, maßgeblich etwa in Deutschland, Japan oder der Schweiz. Den höheren zu zahlenden Zins für Staatsanleihen beklagt Trump zugleich als „unfairen“ Nachteil der USA, wo die USA doch mit dem Dollar und den US-Treasuries wichtige Anker-Assets für die Weltfinanzmärkte bereitstellen.

Die Feststellung der Rolle dieser Assets ist zwar zutreffend. Sie ist aber nur aufrechtzuerhalten, wenn das Vertrauen in den US-Dollar und in die Qualität der Assets erhalten bleibt. Und hierfür leisten die Zölle einen Bärendienst.

Nach dem „Liberation Day“ sind nicht nur die Aktienmärkte vor allem in den USA selbst eingebrochen. Auch an den Devisenmärkten hat der Dollar deutlich abgewertet. Im bilateralen Kurs ging die Entwicklung von rund 1,05 US-Dollar pro Euro in etwa auf die Marke von 1,15 US-Dollar pro Euro. Präsident Trump hat also seine erwünschte Abwertung erreicht, aber um welchen Preis! Es ist ein gefährliches Spiel am Rande einer Währungskrise und einer daraus leicht entstehenden Weltfinanzkrise. Selbst US-amerikanische Investmentbanken sprechen bereits von Deglobalization und De-Dollarization.

Schwächerer Dollar von den USA bis zu einem gewissen Grad gewünscht ...

... aber brandgefährlich,

bis hin zur Gefahr einer Weltwährungskrise

Das ist auch deshalb ein Spiel mit dem Feuer, weil die nicht nachhaltigen US-Staatsfinanzen ohnehin ein Grund zur Sorge sind. Bei einem jährlichen Staatsdefizit von rund 7 Prozent des BIP sollten nicht noch Steuersenkungen beschlossen werden. Die Frage nach der Nachhaltigkeit der US-Staatsfinanzen stellt sich mit zunehmender Dringlichkeit. Die Ratingagentur Moody's hat deshalb Mitte Mai folgerichtig die Bonität der USA herabgestuft.

Märkte bisher die wirksamste Bremse für Trumps Agenda

Maßgeblich aufgrund der starken Reaktion der Kapitalmärkte wurde das 90-tägige Moratorium für die Inkraftsetzung der „reziproken“ Zölle verkündet. Die Märkte haben sich daraufhin wieder ein Stück beruhigt. Beim Wechselkurs schlug das Pendel zuletzt zur Marke von 1,12 zurück. Doch das finale Votum steht zum Ablauf der Zollpausen-Frist aus. Werden bis dahin hinreichend viele und gute Verhandlungslösungen erreicht? Die einstweilige Beruhigung der Märkte könnte für die Dispositionen der Trump-Administration das fatale Signal setzen, dass man ruhig mit aggressiven Vorstößen vorfühlen kann, solange man bei starken Marktreaktionen immer wieder zurückrudert.

Für unsere allgemeine qualitative Folgenabschätzung für die Preise bedeutet das: Wir wissen es nicht! Insbesondere die unkalkulierbare Wechselkursentwicklung wirkt auf die Preisniveaus der Drittländer. Wir haben deshalb in der Tabelle auf Seite 3 einige „Fragezeichen“ für einen offenen Ausgang bei den Preisniveaus in Deutschland, im Euroraum und in China verzeichnet. Für die anderen kleineren Drittländer ist der Effekt dagegen vermutlich ein kleines „Plus“, also eine Aufwärtswirkung für die Preisentwicklung. Die meisten Länder sind nicht so stark durch eigene große Währungen abgeschirmt (dezidierte Ausnahmen Schweiz und Japan). Viele Schwellenländer sind sogar offiziell oder ökonomisch-faktisch stark an den US-Dollar gebunden. Sie dürften tendenziell mit den USA mit inflationieren bzw. langfristig auch strukturell unter der geringeren Arbeitsteilung leiden.

Einige Fragezeichen selbst in der qualitativen Folgenabschätzung unvermeidlich

Die Sparkassen dürften wegen ihres begrenzten Auslandsengagements nicht in erster Linie vom Handelskonflikt direkt betroffen sein. Ein verringertes globales Wachstum und etwaige verstärkte Finanzmarkturbulenzen würden natürlich auch sie treffen. Sie sind auch durch die Wirkungen auf den Zins und andere gesamtwirtschaftliche Größen berührt. Es könnte sich aber im internationalen Standortwettbewerb der Finanzplätze sogar als ein relativer Vorteil erweisen, wenn der Zins im Euroraum durch die Strukturverschiebungen deutlich stabiler und unter dem Dollar-Niveau bleiben kann.

Zinsniveau realwirtschaftlich und über den Umweg der Preiseffekte betroffen

Der Effekt der Zollmaßnahmen auf das Zinsniveau erfolgt über zweierlei Transformationswege: realwirtschaftlich über die Veränderung der Kapitalflüsse und Kapitalknappheiten und geldpolitisch über die ausgelösten Preiseffekte. Für letztere haben wir bereits festgestellt, dass der Inflationsimpuls eher höhere US-Leitzinsen erfordert. Realwirtschaftlich bedeutet die Aussperrung von Güter- und

Argumente für ein höheres US-Zinsniveau addieren sich

letztlich auch Kapitalströmen eine Kapitalverknappung. In den USA dürfte deshalb das Zinsniveau in der neuen Zoll-Welt höher liegen als zuvor ohne Handelshemmnisse. In unserer zentralen Tabelle scheint dies als ein „Doppel-Plus“ auf.

Ein zinssteigernder Effekt gilt – in etwas abgeschwächter Form („Einfach-Plus“) – vermutlich auch für die Mehrheit der Drittländer, insbesondere für diejenigen, die mehr oder weniger stark an den Dollar gekoppelt sind. Für die anderen großen Währungsräume China und den Euroraum ist der Zinseffekt dagegen unklar. Es könnte gegebenenfalls sogar mehr im Euroraum zu niedrigeren Zinsen investiert werden, wenn der Kapitalabfluss in die USA sich von dort ausgehend selbst hindert. Aber es sind auch adverse, zinssteigernde Effekte denkbar. Was davon überwiegt, hängt – ähnlich wie schon beim Preiseffekt und auch in inhaltlichem Zusammenhang damit stehend – von der Wechselkursentwicklung ab. Da deren Richtung, wie gezeigt, theoretisch offen ist, verbleiben hier erneut einige Fragezeichen.

Klar zinssteigernd ist dagegen die Wirkung der neu aufgesetzten deutschen Fiskalpakete. Deren Effekte sollen hier als das zweite Großthema beleuchtet werden. In der Tabelle auf Seite 3 sind dies die „blauen Wirkungszeichen“.

Deutsche Fiskalprogramme vor allem im eigenen Lande wirksam ...

Die avisierten zusätzlichen Ausgaben in den Bereichen Sicherheit und Infrastruktur sind natürlich in erster Linie aus inhaltlichen Gründen in diesen beiden essenziellen staatlichen Aufgabenfeldern geboten. Aber sie entfalten bei der Größenordnung der bewegten Gelder auch einen erheblichen Nachfrageeffekt. Dieser wird als Konjunkturstimulus wirksam werden, sich zum Teil aber auch in die Preise entladen.

Angesichts der in Deutschland in den letzten Jahren – eigentlich sogar Jahrzehnten – auf sehr geringer Intensität gefahrenen Infrastruktur- und Rüstungsausgaben sind die vorhandenen Produktionskapazitäten in diesen Bereichen sehr begrenzt. Deshalb ist ein langsamer Anlauf der Ausgabenprogramme sinnvoll. Die lange Laufzeit der Programme hilft, der Industrie die notwendige langfristige Planungssicherheit für den Aufbau der entsprechenden Kapazitäten zu geben. Eine zu schnelle, über das Knie gebrochene Verausgabung würde dagegen überproportional nur die Preise treiben. Die Sparkassen stehen selbstverständlich bereit, die mittelständischen Unternehmen, etwa in der Bauwirtschaft, bei deren Kapazitätsaufbau mit entsprechenden Finanzierungen zu unterstützen.

Langsames Ausrollen der Ausgaben wegen begrenzter Produktionskapazitäten empfohlen

Eine wichtige Rolle für eine wirksame Umsetzung des Sondervermögens spielen die Kommunen und Landkreise in Deutschland. Auf der kommunalen Ebene liegt der größte Anteil der Investitionstätigkeit des Staates. In den letzten Jahren haben sich die Finanzierungssalden der meisten Kommunen aufgrund von Belastungen mit konsumtiven Pflichtausgaben deutlich verschlechtert, was auf die Investitionsfähigkeit gedrückt hat. Unser konkreter politischer Hinweis ist

hier, im Zuge der Nutzung des Sondervermögens strukturelle Verbesserungen der kommunalen Finanzsituation zu ermöglichen.

Hinsichtlich der zeitlichen Perspektive sind wir optimistisch, dass die Politik sich der Kapazitätsumstände bewusst ist und dass ein zeitlich gut balancierter Ausgabenpfad gelingt. Das kommt in der Tabelle auf Seite 3 in der Tatsache zum Ausdruck, dass wir für die Wirkung auf das deutsche BIP ein „blaues Doppel-Plus“ verzeichnet haben, bei der Preiswirkung aber nur ein „einfaches Plus“.

Wo hingegen langfristig ein dauerhafter Effekt der höheren Verschuldung zu erwarten ist, ist beim Zinsniveau. Dies kann mit verschiedenen Übertragungskanälen begründet werden: höhere Inflationsprämien, Risikoprämien sowie eine höhere realwirtschaftliche Kapitalknappheit. Voraussichtlich kommen de facto alle drei Faktoren zusammen, wengleich in unterschiedlicher zeitlicher Struktur und unterschiedlichem Ausmaß:

Eine Inflationsprämie wäre als vorübergehender Effekt vor allem dann zu erwarten, wenn eine sehr schnelle Verausgabung der Gelder erfolgt und auf noch nicht entsprechend erweiterte Produktionskapazitäten trifft. Das Argument der Risikoprämien bleibt eher begrenzt aufgrund der sehr soliden finanzpolitischen Ausgangssituation Deutschlands, die die steigende Verschuldung zunächst tragbar erscheinen lässt. Dennoch könnten sich die Spreads im Euroraum ein Stück verengen, wenn Deutschland seine finanzpolitische Vorbildrolle als Benchmark nicht mehr mit ganz so großem Soliditätsvorsprung lebt. Der größte und nachhaltigste Effekt der höheren Verschuldung dürfte in der real gestiegenen Kapitalknappheit bestehen. Das liegt an der Dimension der Pläne. Eine Größenordnung von einer Billion lässt sich auch über zehn Jahre verteilt nicht ohne Spuren aufnehmen. Der Bedarf muss in einer Kombination aus höherem Sparen anderer Sektoren, Kapitalzuflüssen von außen und/oder verdrängten Investitionen des Privatsektors³ ausgeglichen werden. Um dabei den Crowding-Out-Anteil klein zu halten, könnten die Bemühungen im Rahmen der „Savings- and Investment Union“ (SIU) in der EU helfen. In deren Rahmen bei der Mobilisierung von Ersparnissen und deren bester Lenkung in die ergiebigsten Verwendungen zu helfen, bietet Sparkassen und Landesbanken neue Chancen.

Der wichtigste marktpreisliche Hebel für den Ausgleich der veränderten Kapitalaufbringungen und -verwendungen ist der Zins. Bei Verabschiedung der Grundgesetzänderungen hinsichtlich der Schuldenbremse und der Einrichtung des Sondervermögens war bereits eine Reaktion der Rentenmärkte zu beobachten, die die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit von der Größenordnung von 2,5 Prozent auf fast 3,0 Prozent ansteigen ließ. Dieser Anstieg hat sich in den Wochen danach wieder weitgehend verflüchtigt. Dies lag

Auch ein gewisses „Crowding-out“ privater Investitionen wahrscheinlich



³ Zugleich besteht natürlich die Hoffnung, dass die private Investitionstätigkeit durch den Wachstumsimpuls der Fiskalpakete und die beschriebenen notwendigen Kapazitätsausweitungen angeregt wird. Das ist ein maßgeblicher Teil der erhofften Multiplikatorwirkung. Gleichzeitig muss ein gewisser Gegeneffekt auf andere Investitionen über die Finanzierungsseite bzw. den Zins gegengerechnet werden.

maßgeblich an der Überlagerung durch schwächere Konjunkturerwartungen aufgrund der Zollthematik und dadurch auch gefallener Energiepreise. Grundsätzlich und in unserer „qualitativen“ Tabelle bleibt auf Dauer aus dem „blauen Thema“ der Finanzpolitik ein zinssteigernder Effekt, den wir dort als „Doppel-Plus“ verzeichnet haben.

... aber mit Ausstrahlungseffekten auf andere Staaten

Von den deutschen finanzpolitischen Impulsen sind gewisse Ausstrahlungseffekte auf andere Länder zu erwarten. Insbesondere gilt dies innerhalb des Euroraums. Das Zinsniveau ist ohnehin in der gemeinsamen Währung gekoppelt, sodass auch für das gesamte Währungsgebiet ein Anstieg zu erwarten ist. In geldpolitischer Hinsicht gilt das vollständig. Am Kapitalmarkt ist die Koppelung dagegen nicht perfekt. Dort sind im Gegenteil sachgerecht, wie oben geschildert, gewisse Annäherungen bei den Spreads und Risikoprämien zu erwarten. Wir halten diese Überlegung als ein „Einfach-Plus“ beim Zins in der zentralen Tabelle fest.

Der Euroraum erhält aber auch Anteil an dem realwirtschaftlichen Impuls. Bei dem hohen Offenheitsgrad Deutschlands und der hohen Verwobenheit im Binnenmarkt kommt ein Teil des Nachfrageimpulses auch bei unseren Partnerländern an. Das ist auch der Grund dafür, warum die deutschen Fiskalpakete dort gelobt werden. Dazu kommen auch zusätzliche Ausgabenpakete auf europäischer Ebene, etwa im Bereich gemeinsamer Verteidigungsanstrengungen, wenngleich nicht in der Dimension der deutschen Wende. Wir haben deshalb eine „Einfach-Plus“ für den Euroraum beim BIP-Effekt, aber auch bei den Preisen notiert.

Europäische Partner erhalten auch Anteil an dem Nachfrageimpuls

Gewisse Spillover-Effekte aus den zusätzlichen deutschen Staatsausgaben gibt es vermutlich auch in Richtung USA. Auch wenn man dies in der aktuellen handelspolitischen Situation nicht gerade gönnt und bei den Verteidigungsausgaben eine gewisse Abkoppelung und ein Gewinn an Unabhängigkeit von den Vereinigten Staaten das gebotene Ziel sind, wird es sich nicht in allen Fällen vermeiden lassen, auch auf amerikanische Güter zuzugreifen. Gerade bei der Erlangung mancher Verteidigungskompetenzen wird man um US-Rüstungsgüter nicht vollständig herumkommen. Wir haben deshalb in der Tabelle auf Seite 3 ein blaues Plus für das US-BIP festgehalten.

Bei Rüstungsgütern US-Produkte wohl nicht ganz vermeidbar

Für den Rest der Welt, einschließlich China, verteilen und verlieren sich die deutschen Ausgabeimpulse dagegen weitgehend. In den weiter entfernten Regionen wird dies nur in vernachlässigbarem Ausmaß ankommen.

Gesamtwirkung der beiden Großthemen für Deutschland günstig balancierend

Zieht man ein Gesamtfazit aus den beiden Themen Zölle und Fiskalpakete in der obigen Tabelle, konsolidiert quasi rot und blau, dann ist das Zusammenwirken für Deutschland recht günstig. Der negative Nachfrageschock aus dem Außenhandel

und der Nachfrageimpuls aus den zusätzlichen Staatsausgaben wirken einander entgegen.

Das bedeutet natürlich nicht, dass die gegenläufigen Impulse zeitlich und in der Güter- und Branchenstruktur gut zueinander passen. Autos und Chemieprodukte, die aufgrund der Zölle nicht mehr in die USA exportiert werden können, werden nicht automatisch und schnell zu Rüstungsgütern oder zu Infrastruktur in Deutschland.

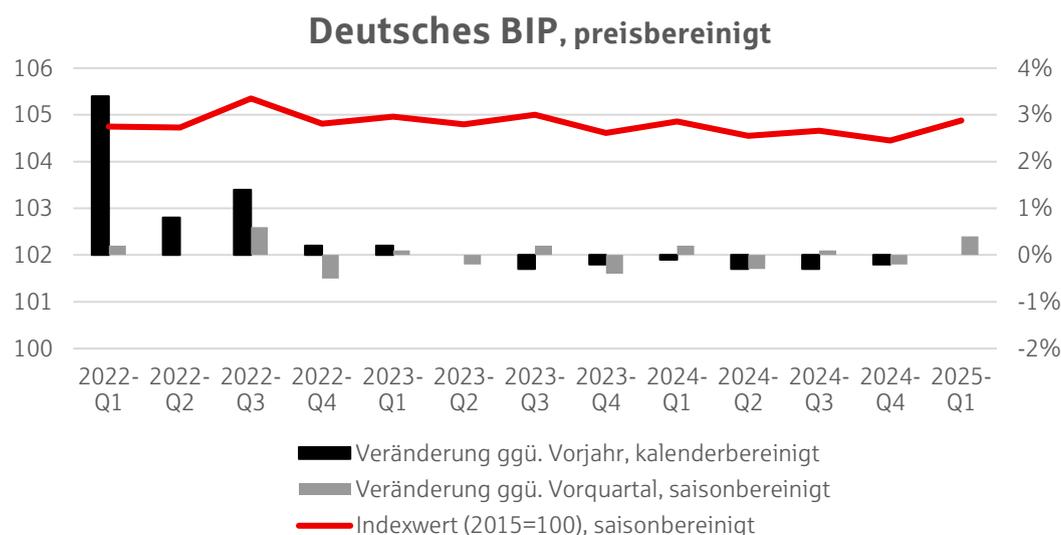
Wir erwarten auch nicht, dass ein nennenswerter Anteil der zusätzlichen Ausgaben schon 2025 wirksam wird. Planungen und Bestellungen brauchen Zeit. Erst recht dauert es, bis die tatsächliche Produktion startet und sich in der bemessenen Wertschöpfung niederschlägt. Erschwerend kommt hinzu, dass der Bundeshaushalt aufgrund des Regierungswechsels wohl erst nachträglich im zweiten Halbjahr 2025 aufgestellt und verabschiedet wird.

Die meisten aktuelle Prognosen gehen deshalb davon aus, dass 2025 nur eine Wachstumsrate um Null erreicht wird. Das wäre dann das dritte Stagnationsjahr Deutschlands in Folge.

Der Jahresauftakt 2025 sah mit dem ersten Quartal recht gut gelungen aus. Das Bruttoinlandsprodukt stieg gegenüber dem Vorquartal preis- und saisonbereinigt um 0,4 Prozent. Dazu trugen Erholungen bei Konsum und Investitionen bei. Das BIP lag zwar immer noch unter dem Niveau des ersten Quartals des Vorjahres, wenn man nur eine Preisbereinigung vornimmt. Zusätzlich kalenderbereinigt erreichte es hingegen das Vorjahresniveau.

Struktureller Match wird nicht perfekt sein

Aktuelle BIP-Prognosen Deutschland	2025	2026
Sachverständigenrat (05/25)	0,0 %	1,0 %
EU-Kommission (05/25)	0,0 %	1,1 %
Frühjahrgutachten (GD) (04/25)	0,1 %	1,3 %
IWF, World Economic Outlook (04/25)	0,0 %	0,9 %
OECD (03/25)	0,4 %	1,1 %



Quelle: Destatis

Allerdings hat das BIP im ersten Quartal erheblich von Vorzieheffekten vor dem Errichten der Zollmauern profitiert. Einige US-Importeure versuchten, sich die Waren noch ohne den Zollzuschlag zu sichern. Man sieht das an den stark um

3,2 Prozent gestiegenen Exporten. Vor allem pharmazeutische Produkte und Fahrzeuge wurde beschleunigt geliefert. Die zeitlich verschobene Nachfrage könnte dann im zweiten Quartal bzw. nach der einstweiligen 90-tägigen Zollverschiebung schließlich im dritten Quartal fehlen. Teils scheinen die vorgezogenen Exporte allerdings auch aus deutschen Lagerbeständen erfolgt zu sein; in dem Fall waren sie für das BIP ein durchlaufender, sich herausrechnender Posten.

Deutsche BIP-Komponenten im ersten Quartal 2025

Preisbereinigt in %	Zum Vorjahresquartal	Zum Vorquartal ¹⁾
Privater Konsum	+0,5	+0,5
Staatskonsum	+2,6	-0,3
Bauinvestitionen	-1,0	+0,5
Ausrüstungsinvestitionen	-3,8	+0,7
Exporte	-1,1	+3,2
Importe	+2,5	+1,1

¹⁾ saison- und kalenderbereinigt

Quelle: Destatis

Deutlich mehr Schwung für die deutsche Konjunktur wird erst 2026 erwartet, wenn die fiskalischen Ausgaben wirksam werden. Dann sind gemäß den meisten Prognosen Wachstumsraten von einem Prozent und mehr möglich. Von solcher, zumindest in Ansätzen wiedergewonnener, Wachstumsdynamik würden auch die mittelständischen Kunden von Sparkassen und Landesbanken erheblich profitieren.

Das steht allerdings noch unter dem Damoklesschwert, dass der Handelsstreit nicht doch noch stärker eskaliert. Und natürlich genügt es für die Wirtschaftspolitik nicht, nur auf höhere Ausgaben zu setzen. Wichtiger sind in der neuen Legislaturperiode wachstumsfreundliche Strukturreformen und Planungssicherheit für Investoren. Unter den von der neuen Bundesregierung angekündigten Schnellmaßnahmen für den anstehenden Sommer sind allerdings einige Elemente, die nicht eindeutig wachstumsfreundlich sind. Das ist unser konkreter Rat für die deutsche Wirtschaftspolitik: hier mit noch klarerer Priorität auf die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit zu setzen. Das sollte dann mittelfristig auch mit großen Ansätzen wie einer grundlegenden Steuerreform, einer weiteren Mobilisierung des Arbeitsmarktes durch Deregulierung und die Daueraufgabe des Bürokratieabbaus erfolgen.

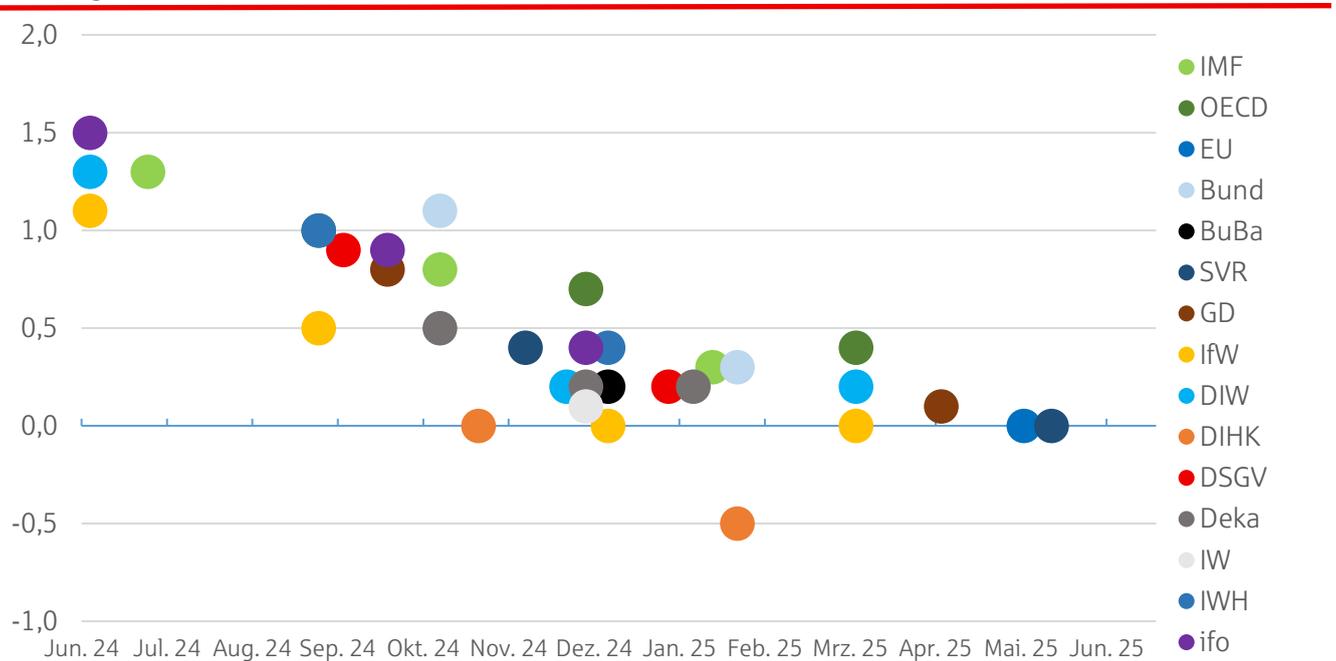
*Qualitativ gute
Wirtschaftspolitik
noch viel wichtiger
als nur mehr Geld*

A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderung gegenüber Vorjahr

	2023	2024	2025*	2026*
Welthandelsvolumen	1,0%	3,8%	1,7%	2,5%
BIP – Welt	3,5%	3,3%	2,8%	3,0%
USA	2,9%	2,8%	1,8%	1,7%
Japan	1,5%	0,1%	0,6%	0,6%
China	5,4%	5,0%	4,0%	4,0%
Euroraum	0,4%	0,9%	0,8%	1,2%
Deutschland	-0,3%	-0,2%	0,0%	0,9%

* Prognosen des Internationalen Währungsfonds von April 2025.

B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2025, in %

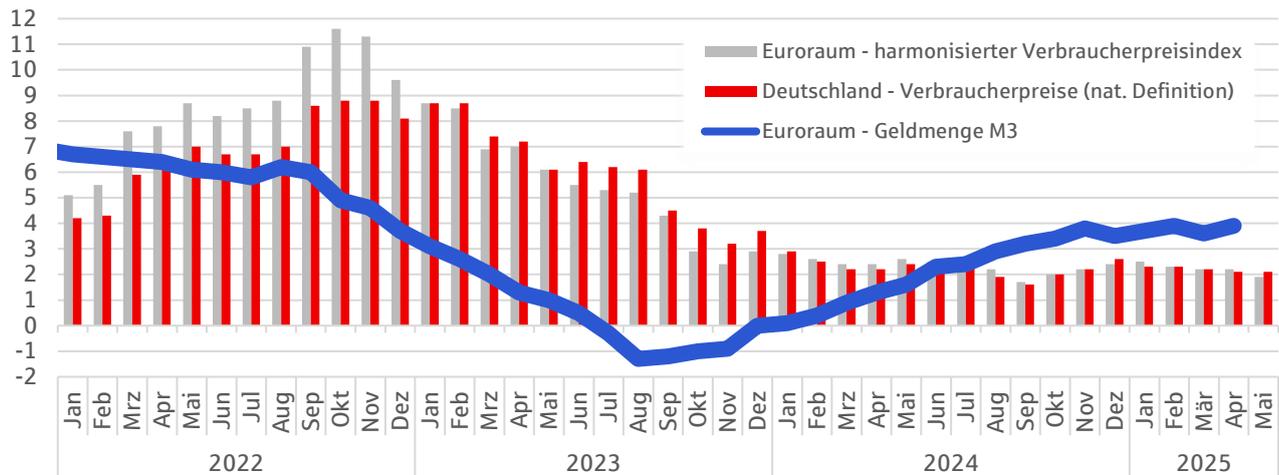


C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2024 real ggü. Vorjahr	Q II - 2024	Q III - 2024	Q IV - 2024	Q I - 2025
		reale Veränderung ggü. Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung ggü. Vorquartal			
Euroraum BIP	+0,9%	+0,5%	+1,0%	+1,2%	+1,2%
Deutschland BIP	-0,2%	+0,2%	+0,4%	+0,2%	+0,3%
Privater Konsum	0,3%	-0,3%	+0,2%	+0,4%	+0,5%
Bruttoanlageinvestitionen	-2,7%	+0,1%	+0,3%	+0,2%	+0,5%
Exporte	-2,7%	-2,5%	-2,4%	-2,5%	-1,0%
	-1,1%	-1,8%	-0,4%	+0,5%	+0,9%
	-1,1%	+1,2%	-0,7%	-4,7%	-1,1%
		+1,8%	-2,6%	-3,1%	+3,2%
Sparquote	11,6%	11,4%	11,7%	11,3%	10,4%

Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt

D. Verbraucherpreise und Geldmenge M3, jährliche Änderungsraten in %



E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Februar	März	April	Mai	Juni
Preise (nationale Definition)					
	Veränderung ggü. Vorjahresmonat				
Verbraucherpreise	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	–
– ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	3,1%	2,8%	3,1%	2,7%	–
Erzeugerpreis gewerblicher Produkte	0,7%	–0,2%	–0,9%	–	–
Einfuhrpreise	3,6%	2,1%	–0,4%	–	–
Stimmungsindikatoren					
Ifo-Geschäftsklimaindex	85,3	86,7	86,9	87,5	–
ZEW-Konjunkturerwartung	26,0	51,6	–14,0	25,2	–
Auftragseingang					
	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verarbeitendes Gewerbe	–2,2%	5,5%	–	–	–
aus dem Inland	–3,1%	5,7%	–	–	–
aus dem Ausland	–1,4%	5,5%	–	–	–
Investitionsgüterproduzenten	–0,8%	6,6%	–	–	–
Produktion					
	arbeitstäglich bereinigte Veränderung ggü. Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	–4,1%	–0,2%	–	–	–
davon Bau	–7,3%	–2,9%	–	–	–
davon Industrie	–4,0%	0,3%	–	–	–
Außenhandel					
	Veränderung ggü. Vorjahresmonat				
Export	–1,6%	4,4%	–	–	–
Import	3,0%	3,9%	–	–	–
Arbeitsmarkt					
	Stand der Quote bzw. Veränderung ggü. Vorjahresmonat in 1.000				
Arbeitslosenquote (saisonbereinigt)	6,4%	6,4%	6,3%	6,2%	–
Arbeitslose	+175	+198	+182	+197	–
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	–57	–53	–61	–	–
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	+67	+78	–	–	–

F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Februar	März	April	Mai	3. Juni
Ölpreis Brent in US-Dollar	75,44	72,73	68,13	62,78	65,51
Exchange rates					
US-Dollar / EUR	1,0413	1,0807	1,1214	1,1339	1,1386
Japanische Yen / EUR	158,09	161,17	161,67	162,96	163,00
Aktienmärkte					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	22.551	22.163	22.497	23.997	23.967
Veränderung ggü. Vorjahresmonat	+27,6%	+19,9%	+25,5%	+29,7%	
Geld- und Kapitalmarktzinsen					
Tagesgeld (€STR)	2,691%	2,499%	2,341%	2,169%	2,172%
Umlaufrendite von Bundesanleihen:					
– mit einer Restlaufzeit von einem Jahr	2,07%	2,01%	1,75%	1,78%	1,79%
– mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	2,42%	2,75%	2,52%	2,59%	2,56%
Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D	0,52%	0,52%	–	–	–
zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,32%	0,31%	–	–	–
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D	2,20%	2,11%	–	–	–
zum Vergleich im gesamten Euroraum	2,19%	2,09%	–	–	–
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5 J in D	3,81%	3,81%	–	–	–
zum Vergleich im gesamten Euroraum	3,80%	3,77%	–	–	–

Impressum

Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.

Charlottenstraße 47
10117 Berlin
Telefon: 030 20225-5303
dsgv-Volkswirtschaft@dsgv.de
www.dsgv.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe

10.06.2025

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Bildnachweis

Titelseite: Plainpicture/Westend61

ISSN

2509-3835

Verantwortlich

Dr. Thomas Keidel
Direktor
Leitung der Abteilung Finanzmarkt
Thomas.Keidel@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes
Chefvolkswirt
Stellv. Abteilungsleiter
Abteilung Finanzmarkt
Reinhold.Rickes@dsgv.de

Autor

Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
<https://www.dsgv.de/positionen.html#wirtschaftslage>