



## USA: Donald Trump kehrt zurück – mehr Bangen als Hoffen?

Setzt sich unter dem neuen Präsidenten die Outperformance der US-Wirtschaft fort oder wird es 2025 – vielleicht sogar wegen des Ausgangs der Wahlen – Zeit für Schlechtwetterkleidung?

Bis jetzt **läuft es in der US-Wirtschaft**. Weder der Inflationsschub 2021/2022 noch die darauffolgende drastische Straffung der Geldpolitik konnten die Konjunktur ausbremsen. Die US-Wirtschaft wuchs 2023 um fast 3 %, 2024 wird mit 2,8 % ein ähnlicher Wert erreicht – und dies, während China mit einer langen Schwächephase kämpft und Deutschland, die größte Volkswirtschaft in Europa, seit Jahren praktisch stagniert. Die USA scheinen davon nicht groß belastet zu werden.

Die Ursachen dieser positiven Entwicklung zu identifizieren ist wichtig, um die Frage zu beantworten: **Kann es 2025 so weitergehen?** Das wird kontrovers diskutiert. Die Fiskalpolitik, die 2023 massiv angeschoben hatte, entfiel schon 2024 weitgehend als positiver Faktor. Für die nächsten Jahre zeichnet sich keine Konsolidierung ab – im Gegenteil. Allerdings flauen die ökonomischen Nachwirkungen der Pandemie und der politischen Reaktion darauf langsam ab. Aufwärtsrevisionen der Haushaltseinkommen und der privaten Sparquote erklären zumindest teilweise die überraschend robuste Entwicklung des Konsums. Die vorher aufgehäufte „**Überschussersparnis**“ der Haushalte wird offenbar auch Ende 2024 noch immer nicht ganz aufgebraucht sein.

Der **Wohnungsmarkt** hat sich stabilisiert. Die Preise steigen landesweit wieder. Im Jahresschnitt 2024 nahmen die realen Wohnungsbauinvestitionen trotz der im Vergleich zu den Vorjahren hohen Hypothekenzinsen nach Rückgängen 2022 und 2023 wieder zu. Dies stützt die Konsumneigung der Haushalte. 2025 wird beim Bau voraussichtlich erneut ein Plus zu Buche stehen.

Daneben war auch der **starke Arbeitsmarkt** ein wichtiger Treiber des privaten Konsums. Zwar ist die Arbeitslosenquote mit zuletzt gut 4 % etwa einen halben Prozentpunkt höher als auf dem Tief Mitte 2023. Der Anstieg ist aber nicht auf Entlassungen zurückzuführen, sondern vor allem auf die kräftige Zuwanderung: Seit Anfang 2023 ist die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter um fast 3 Mio. gestiegen. Der Stellenaufbau schwächt sich graduell ab – überraschte aber bis zuletzt immer wieder positiv. Ein Einbruch 2025 scheint unwahrscheinlich.

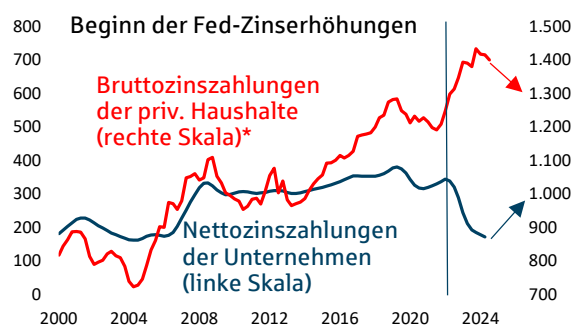
### Impulse von der Geld- und Fiskalpolitik

Dies gilt unter anderem, weil die im Spätsommer 2024 begonnene geldpolitische Lockerung der Fed die Konjunktur unterstützen wird. Zwar prognostizieren wir, dass die Notenbank den Leitzins 2025 wegen überschaubaren Rezessionsrisiken nur auf ein „neutrales“ Niveau absenkt. Dennoch wird die Federal Funds Rate im Jahresdurchschnitt voraussichtlich fast 150 Basispunkte niedriger sein als 2024. Auch ohne zu einem klaren Rückenwind zu werden, hilft der Konjunktur schon der **Wegfall des geldpolitischen Gegenwinds**. Wegen der Zeitverzögerung, mit der die Notenbankpolitik die Realwirtschaft beeinflusst, wird dieser Effekt im Jahresverlauf 2025 zunehmen.

Als **Gegenposten** ist allerdings zu verbuchen, dass eine in diesem Zyklus sehr spezielle Konstellation – hohe Liquiditätsbestände bei vielen **Unternehmen**, die kurzfristig angelegt sind, und in der Niedrigzinsphase emittierte längerfristige Schulden – die negativen Auswirkungen der vergangenen Leitzinserhöhungen zum Teil stark verzögern dürfte. Angesichts einer durchschnittlichen Laufzeit von drei bis fünf Jahren beim Gros der Unternehmensschulden wird dieser Effekt den positiven Impuls der nun fallenden Leitzinsen 2025/2026 voraussichtlich teilweise kompensieren.

### Sektoral unterschiedliche Wirkung der Geldpolitik

Mrd. US-Dollar (Jahresrate)



\*Ohne Hypothekenzinsen. Haushalte sind Nettoempfänger von Zinseinkommen.  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die **Fiskalpolitik** schob laut IWF-Schätzung 2024 die Konjunktur kaum an. Das gesamtstaatliche Defizit lag bei enormen 7,6 % am BIP, aber per saldo gab der Staat wenig zusätzliche Impulse. Auf Basis der aktuellen Gesetzeslage wird sich daran 2025 wenig ändern. Allerdings zeichnen sich **politische Vorstöße der kommenden Regierung** ab in Richtung eines höheren Defizits und damit eines noch stärkeren Anstiegs der Verschuldung. Die laut geltendem Recht Ende 2025 auslaufenden Steuersenkungen Donald Trumps von 2017 dürften wohl größtenteils verlängert werden. Im Wahlkampf hat Trump weitergehende Entlastungen der Haushalte und Unternehmen angekündigt, die zu zusätzlichen Schulden führen würden. Mittelfristig ist angesichts eines fehlenden legislativen Korrektivs im Kongress sogar denkbar, dass man die **Belastbarkeit der Finanzmärkte** austestet: Wie viel fiskalpolitische Zügellosigkeit kann sich die US-Regierung leisten, bevor es zu nennenswerten Risikoaufschlägen kommt?

„To me the most beautiful word in the dictionary is tariff. It’s my favourite word.“

Donald Trump

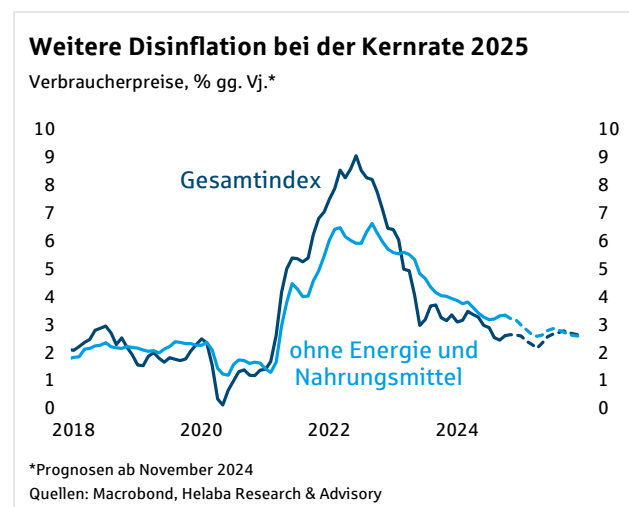
Unter dem Strich rechnen wir für 2025 mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsproduktes um 2,2 %, nach geschätzten 2,8 % für 2024. Dabei dürfte das **Wachstum** auf Quartalsbasis zunächst **unter oder auf den Trend** fallen,

bevor es im weiteren Jahresverlauf wieder anzieht. Aussichten auf Unternehmenssteuersenkungen werden die Investitionen stützen. Eine Quelle von Unsicherheit für die Wachstumsprognose ist aber die geopolitische Lage, von der wir eher dämpfende konjunkturelle Effekte, insbesondere auf die Investitionstätigkeit, erwarten.

### Wie viel Handelsstreit bringt 2025?

Im Vordergrund steht dabei das Verhältnis zu **China**, vor allem, aber nicht nur, was den **Technologietransfer** und die **Handelspolitik** angeht. Während die angedrohten Zölle gegen den Rest der Welt letztlich Verhandlungsmasse für „Deals“ sein könnten, sind **neue Handelsrestriktionen gegenüber China** absehbar. Hier geht es mehr um das wann und wie viel als um das ob. Ob der Zollsatz auf chinesische Importe wirklich auf 60 % angehoben wird, bleibt abzuwarten. Unsicher ist auch, wie China reagieren wird und inwieweit der 2020 unterbrochene Zollkrieg wieder

aufflammt. Schon damals litten neben China auch US-Unternehmen und Verbraucher unter den Handelsstreitigkeiten.



### Inflation: Beruhigung mit Aufwärtsrisiken

Der **Disinflationsprozess** hat sich 2024 vor allem bei der Gesamtrate erwartungsgemäß **verlangsamt**. Die Teuerung folgt 2025 wohl weiter der Tendenz der vergangenen zwölf Monate. Während sich die Gesamtrate bei rund 2 ½ % **weitgehend seitwärts** bewegen sollte, dürfte die Kernrate von immer noch gut 3 % Ende 2024 im Jahresverlauf auf etwa 2 ½ % zurückgehen. Beim für die Fed im Vordergrund stehenden Inflationsindikator PCE wird damit wohl das **Kriterium der Preisniveaustabilität 2025 erfüllt**.

Allerdings bestehen für diese Prognose **politische Aufwärtsrisiken**. Wir haben in unserem Basisszenario eine **geringere Zuwanderung** in den US-Arbeitsmarkt unterstellt, aber keine Massendeportationen. Der Lohndruck dürfte dadurch leicht zunehmen. Auch bei den **Zöllen**, die direkt über die Preise importierter Güter den Verbraucherpreisindex beeinflussen, sind ungünstigere Varianten denkbar als die von uns unterstellte. Modellrechnungen zeigen bei einer aggressiveren Zollpolitik eine um ein bis zwei Prozentpunkte höhere Teuerung.

		2023	2024s	2025p	2026p
BIP, real	% gg. Vj.	2,9	2,8	2,2	2,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	4,1	2,9	2,5	2,5
Arbeitslosenquote	%	3,7	4,0	4,1	3,7
Budgetsaldo*	% des BIP	-6,5	-6,5	-6,0	-7,0

\*Bundesebene inkl. Sozialversicherungen  
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Patrick Franke