

Bandholz, Harm

Article

Trump als Herausforderung für die globalen Finanzmärkte

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Bandholz, Harm (2025) : Trump als Herausforderung für die globalen Finanzmärkte, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 78, Iss. 09, pp. 08-15

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/331644>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Zur Diskussion gestellt

Trump als Herausforderung für die globalen Finanzmärkte



Prof. Dr. Harm Bandholz ist Professor für Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftspolitik an der Fachhochschule Kiel.
Foto © M. Pilch

Am 4. Juli, rechtzeitig zum amerikanischen Unabhängigkeitstag, hat US-Präsident Donald Trump das ihm vom Kongress vorgelegte Gesetz H.R.1 – besser bekannt als *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA) unterzeichnet. Big ist das Gesetz zweifellos – und es wird schwer zu finanzieren sein.

Trump löst teures Wahlversprechen ein

Nach Schätzungen des Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB 2025a, 2025b) wird der OBBBA die öffentliche Verschuldung über die kommenden zehn Jahre um zusätzliche 4,1 Bio. US-Dollar erhöhen und über die kommenden 30 Jahre sogar um 18,7 Bio. US-Dollar. Der mit Abstand wichtigste Treiber sind dabei Steuersenkungen, insbesondere die Entfristung der in Trumps erster Amtszeit beschlossenen Steuersenkungen, die andernfalls zum Jahresende ausgelaufen wären. Dies war ein zentrales wie teures Wahlversprechen, welches der Präsident nun eingelöst hat.

Wahrscheinlich liegen die tatsächlichen Kosten des OBBBA sogar noch über den oben genannten Zahlen, da das verabschiedete Gesetz vorsieht, dass zahlreiche Maßnahmen zwischen 2028 und 2030 auslaufen – ein häufig gebrauchter legislativer Kniff, um die wahren Auswirkungen fiskalpolitischer Entscheidungen zu verschleiern.

Sollten alle Maßnahmen verlängert werden und die Zinsen entgegen der zugrunde liegenden Annahmen nicht sinken, sondern konstant bleiben, steigt die Staatsverschuldung bis 2034 auf 130 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und bis 2054 sogar auf sagenhafte 219 % – 65 Prozentpunkte mehr als in der bereits angespannten Ausgangslage (vgl. Abb. 1). Die jährlichen Budgetdefizite liegen dabei zwischen 8 und 12 % des BIP.

Ungeachtet dessen geht der Council of Economic Advisers (CEA), Präsident Trumps ökonomischer Beraterstab, davon aus, dass sich das Gesetz selber finanziert, zumal die dort beschlossenen Steuersenkungen und Deregulierungen das Wirtschaftswachstum allein in den nächsten vier Jahren um 4½ bis 5 % beflügeln sollen. Allerdings steht das CEA mit dieser positiven Einschätzung recht allein da. So schätzen das Joint Committee on Taxation, das Congressional Budget Office, das American Enterprise Institute oder das Penn Wharton Budget Lab, dass das BIP in zehn Jahren gerade einmal um etwa ½ % höher sein dürfte als ohne das Gesetz – das entspricht einem durchschnittlichen jährlichen „Wachstumsschub“ von 0,05 %.¹ The Budget Lab at Yale (2025) geht sogar davon aus, dass der OBBBA für das mittel- und langfristige BIP-Wachstum aufgrund des weiter wachsenden Schuldendienstes eine Belastung darstellt.

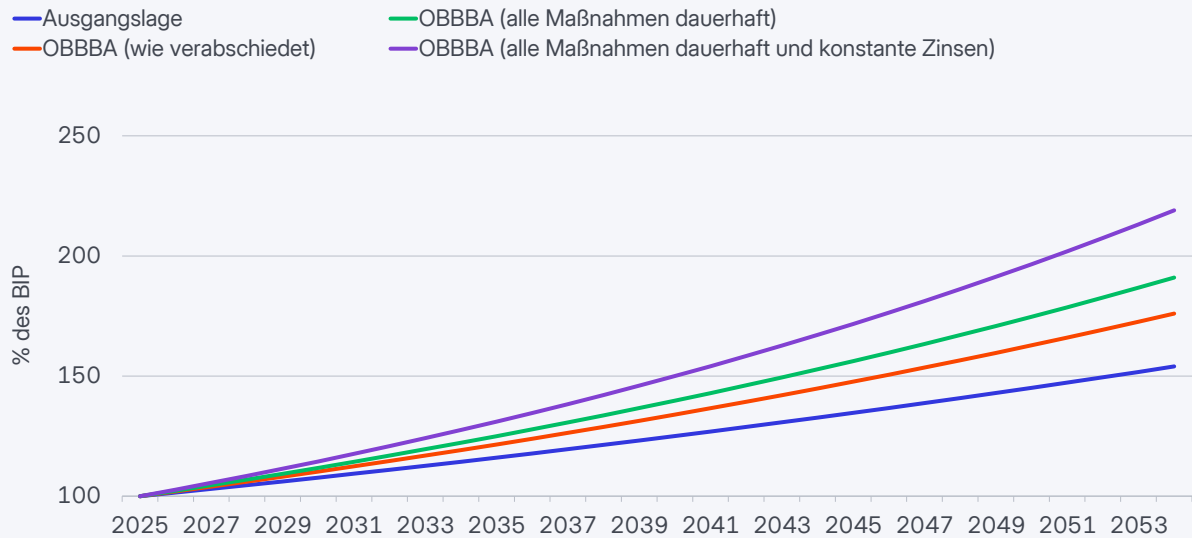
Jährlicher Schuldendienst bei 6 % des BIP und mehr

Laut Angaben des Congressional Budget Office (CBO 2025) wären die jährlichen Zinszahlungen des Bundeshaushalts bereits vor Verabschiedung des OBBBA – und unter der Annahme leicht rückläufiger Kapitalmarktzinsen – von 3,2 % des BIP im laufenden Jahr auf 4,1 % (2035) bzw. 5,4 % (2055) angestiegen. Addiert man das aktuelle Gesetz, erhöhen sich diese Werte auf gut 6 bzw. knapp 7½ % (vgl. Abb. 2). Damit würden in Zukunft allein die Zins-

¹ Für eine Zusammenfassung dieser Studien siehe McBride (2025).

Abb. 1

Öffentliche Verschuldung



Quelle: CRFB 2025b; Darstellung des Autors.

© ifo Institut

zahlungen das europäische Defizitkriterium des Vertrags von Maastricht um mehr als das Doppelte übersteigen!

Und vermutlich sind sogar diese Schätzungen zu vorsichtig, zumal bei der aktuellen Fiskalpolitik selbst die Annahme konstanter Kapitalmarktzinsen zu optimistisch sein dürfte. So zeigen Furceri et al. (2025), dass ein Anstieg des Haushaltsdefizits um 1 % des BIP bzw. eine Zunahme der öffentlichen Verschuldung um 10 % des BIP die langfristigen Zinsen um 20 bis 30 Basispunkte (BP) nach oben treibt. Entsprechend würden durch den OBBBA die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen bis 2035 um 30 bis 50 und bis 2055 um mehr als 130 BP ansteigen. Das deckt sich mit Schätzungen des Yale Budget Labs (2025), wonach der Renditeeffekt bis 2035 30 BP und bis 2054 120 BP beträgt. Die Kapitalmarktzinsen für 10-jährige Staatsanleihen würden sich damit in Richtung von 6 % bewegen und der Schuldendienst sich entsprechend noch weiter erhöhen.

Die USA haben reichlich Spielraum zur Konsolidierung

Da eine solche Schuldenlast nicht tragfähig ist, werden die USA früher oder später handeln müssen. Der sauberste Weg wäre eine Haushaltskonsolidierung. Und auch wenn der Gedanke angesichts der aktuellen politischen Konstellation derzeit äußerst abwegig erscheint, soll an dieser Stelle doch darauf hingewiesen werden, dass die USA deutlich

mehr Spielraum hätten, um durch höhere Einnahmen die öffentlichen Finanzen wieder in Ordnung zu bringen als viele europäische Länder (vgl. Abb. 3). Während es diese Trendwende unter Präsident Trump sicherlich (noch) nicht geben wird, liefert dieser Umstand zumindest einen leichten Hoffnungsschimmer für den längerfristigen Ausblick.

Mar-a-Lago Accord als Lösung?

Stattdessen dürfte die Regierung in Washington versuchen, die Mechanismen des freien Marktes außer Kraft zu setzen, um das Zinsniveau zu drücken und so den Schuldendienst zu verringern.

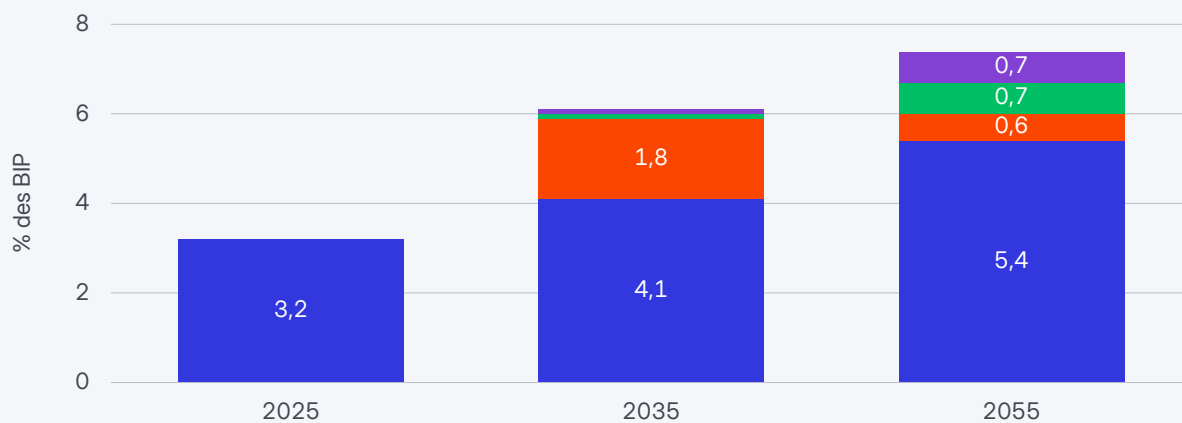
Wie das funktionieren könnte, hat der Vorsitzende des Council of Economic Advisers Stephen Miran bereits im November 2024 in einem Dossier erläutert. Sein *Mar-a-Lago Accord* zielt zwar in erster Linie auf eine geordnete und koordinierte Abwertung des US-Dollar ab, aber die Argumente bezüglich der Währung und zu hoher Kapitalmarktzinsen gehen dabei Hand in Hand. Der Plan funktioniert in etwa so (Miran 2024):

- Länder, die weiterhin vom Schutz der USA profitieren wollen, sollen sich verpflichten, einen Teil ihrer Reserven zu verkaufen, um den US-Dollar zu schwächen.
- Ihre verbleibenden Reserven sollen sie in langlaufende Staatsanleihen mit niedriger bzw. keiner Ver-

Abb. 2

Zinszahlungen

- Ausgangslage
 — OBBBA (wie verabschiedet)
 — OBBBA (alle Maßnahmen dauerhaft)
 — OBBBA (alle Maßnahmen dauerhaft und konstante Zinsen)

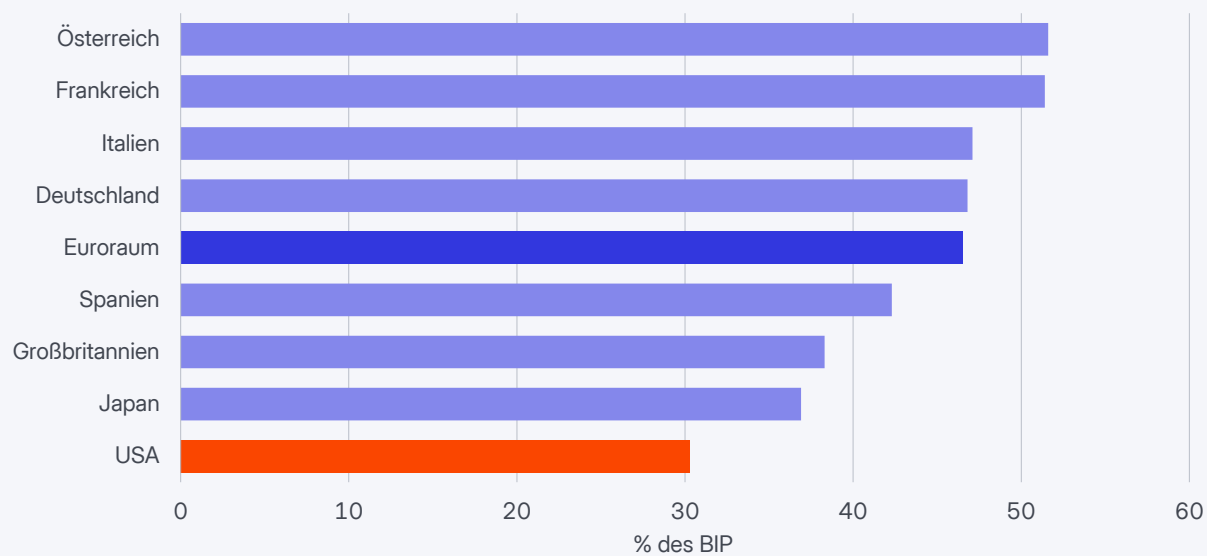


Quelle: CBO (2025) und CRFB (2025a,b); Berechnungen des Autors.

© ifo Institut

Abb. 3

Öffentliche Einnahmen



Quelle: IWF (2025).

© ifo Institut

zinsung umwandeln. Laut Miran leisten sie so einen Beitrag zur Finanzierung der Verteidigungsausgaben. Aber da Verteidigung nur 12 % der staatlichen Gesamtausgaben ausmachen, geht es natürlich in erster Linie um die Reduktion der Zinslast insgesamt.

- Zudem könnte für ausländische Käufer von US-Staatsanleihen eine User Fee eingeführt werden, also eine Nutzergebühr, die nichts anderes ist als eine Steuer. Auf diese Weise soll die übermäßige Akkumulation von US-Dollar-Reserven gebremst werden, was den US-Dollar schwächt, und gleichzeitig ein Teil der Zinszahlungen einbehalten werden, was den Haushalt entlastet. Diese Idee hat es als sogenannte *Revenge Tax* in Section 899 übrigens beinahe in die finale Version des OBBBA geschafft. Erst in letzter Minute wurde der Passus gestrichen.
- Länder, die diesem Plan nicht zustimmen, müssen mit Zöllen und einem Ausschluss vom amerikanischen Sicherheitsschirm rechnen.

Es ist kaum zu erwarten, dass sich ein Land diesem Diktat freiwillig unterwirft. Denn neben der entgangenen Rendite macht man sich schließlich noch abhängiger von den USA, mit der Gefahr, dass später immer weitere Bedingungen an den Schutzschirm geknüpft werden.

Und selbst wenn sich Länder den Schutz der USA auf diese Weise erkaufen wollen, dürfte dieser Plan das Ren-

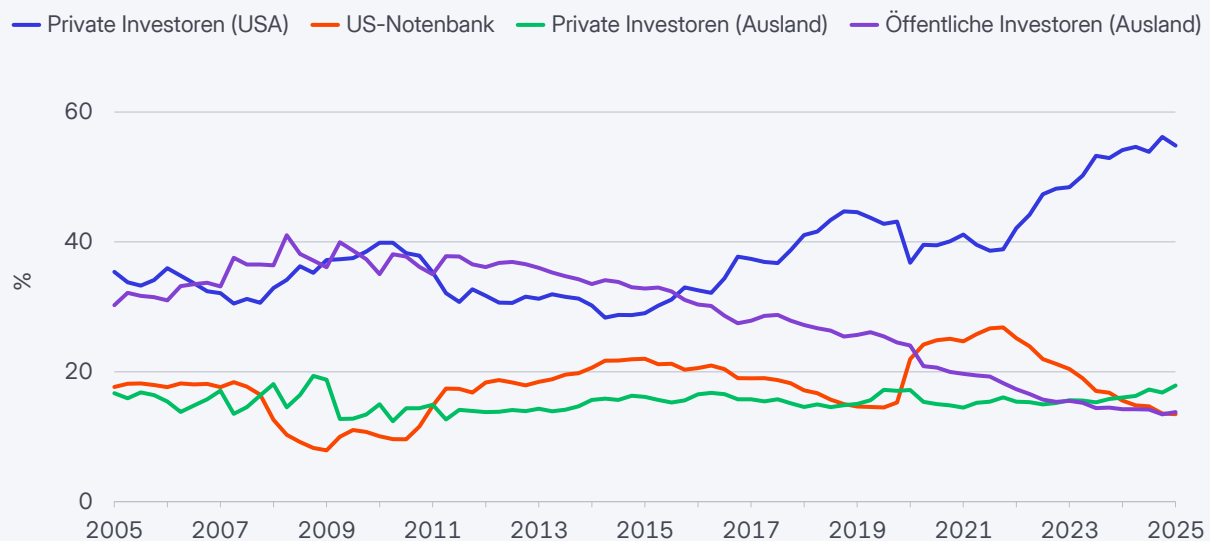
ditenniveau bei weitem nicht so stark senken, wie erhofft. Das liegt daran, dass die durch den Mar-a-Lago Accord angesprochene Gruppe – ausländische Zentralbanken und Regierungen – mittlerweile nur noch einen sehr geringen Anteil der US-Staatsanleihen halten (vgl. Abb. 4). Waren es zu Beginn der Finanzmarktkrise noch gut 40 %, sind es aktuell nur noch 14 %. Und davon sind wiederum mehr als die Hälfte der Anleihen im Besitz von Ländern in Ostasien oder dem Nahen Osten (z.B. China, Hong Kong, Saudi-Arabien), welche sich nicht oder zumindest weniger leicht von den USA erpressen lassen.

Gleichzeitig wären mit einem solchen Vorstoß für die USA erhebliche Risiken verbunden. Schließlich könnten ausländische Investoren jeglichen Versuch der US-Regierung in diese Richtung als Anlass nehmen, um ihr Engagement in den USA zu überdenken. Betroffen wäre dann auch der amerikanische Privatsektor, welcher noch einmal deutlich stärker von ausländischen Investoren abhängig ist als der Fiskus. So belief sich die Summe aus ausländischen Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen in Aktien und Unternehmensanleihen, Krediten und Einlagen zum Ende des ersten Quartals auf knapp 50 Bio. US-Dollar – das ist etwa das Fünffache der Auslandsverbindlichkeiten des öffentlichen Sektors (vgl. Tab. 1).

Anstelle des Versuchs, ausländische Investoren auszuquetschen und sie damit zu verschrecken, sollte die US-

Abb. 4

Besitzer von US-Staatsanleihen nach Investorengruppe



Quelle: Federal Reserve Board; Treasury Department; Berechnungen des Autors.

© ifo Institut

Tab. 1

Verbindlichkeiten der USA gegenüber dem Ausland^a

Öffentlicher Sektor	10,4
Staatsanleihen	9,0
Staatlich geförderte Unternehmen (GSE)	1,4
Privater Sektor	49,0
Direktinvestitionen	16,9
Aktien und Investmentfonds	17,9
Unternehmensanleihen	4,5
Kredite	4,2
Einlagen	4,7
Sonstige	0,8
Gesamt	59,4

^a Angaben in Bio. US-Dollar; Stand: 1. Quartal 2025.

Quelle: Federal Reserve Board; Bureau of Economic Analysis.

© ifo Institut

Regierung vielmehr alles daransetzen, weitere Geldgeber zu gewinnen. Aber das ist offenbar eine Sprache, die der amtierende Präsident nicht so gut beherrscht.² Somit bleibt die Gefahr, dass derartige Maßnahmen die Kapitalmarktzinsen erhöhen, anstatt sie zu senken, und somit den Druck auf die Finanzmärkte weiter verschärfen.

Miran sieht dieses Risiko. Er nennt explizit die Gefahr einer zu hohen Volatilität an den Finanzmärkten, eines Absturzes des US-Dollar und eines sprunghaften Anstiegs der Zinsen. Eine Lösung dieses Problems liegt für ihn darin "to secure the voluntary cooperation from the Federal Reserve" – also in der freiwilligen Unterstützung durch die US-Notenbank. Und genau darauf dürfte es hinauslaufen. Nicht zuletzt die wiederholten Angriffe von Präsident Trump auf den Vorsitzenden der US-Notenbank Powell und die versuchte Entlassung von Fed-Gouverneurin Lisa Cook unterstreichen, dass aus Sicht der Regierung der Fed eine wichtige Rolle bei der Finanzierung der ausufernden Staatsschuld zukommen soll.

Unterstützung durch die Fed am kurzen und langen Ende der Kurve

Präsident Trump hat die Fed bereits in seiner ersten Amtszeit immer wieder für ihre, aus seiner Sicht, zu restriktive Geldpolitik kritisiert. Diese Angriffe nahm er nun quasi mit Beginn seiner zweiten Amtszeit direkt wieder auf. Mitte Juli forderte er in den sozialen Medien, dass die Fed die Zinsen unver-

züglich um 300 Basispunkte senken sollte (Revell 2025): "Consumer Prices LOW. Bring down the Fed Rate, NOW!!" ... "Fed should cut Rates by 3 Points. Very Low Inflation. One Trillion Dollars a year would be saved!!!" Diese Forderung steht allerdings in starkem Kontrast zu den Plänen der Fed – und auch in starkem Kontrast zur wirtschaftlichen Realität.

Einen Hinweis darauf, welcher Leitzins in der aktuellen Situation angebracht ist, liefert die Taylor-Regel (Taylor 1993). Sie berücksichtigt, wie stark die Inflationsrate und die Arbeitslosenquote von ihren jeweiligen Zielwerten abweichen.³ Liegen bspw. die Inflationsrate über 2% und die Arbeitslosenquote unterhalb ihres natürlichen Niveaus, sollte der Leitzins über seinem Gleichgewichtsniveau liegen und *vice versa*. In den Folgejahren gab es verschiedene Modifikationen der Regel (vgl. Taylor 1999 oder Yellen 2017), aber die Grundidee blieb dieselbe.

Diskussionen gibt es indes darüber, wie hoch das natürliche Niveau der Arbeitslosenquote, das Produktionspotenzial und das gleichgewichtige Zinsniveau sind. Auch die relative Gewichtung der zwei Ziele (Inflation vs. Vollbeschäftigung) wird debattiert. Daher gibt es auch nicht die eine richtige Antwort auf die Frage, wie hoch der Leitzins der USA aktuell sein sollte. Aber die Taylor-Regel liefert zumindest einen guten Anhaltspunkt. Mit Hilfe der *Taylor Rule Utility* des Center for Quantitative Research an der Federal Reserve Bank von Atlanta (Higgins 2016) lassen sich verschiedene Spezifikationen rechnen. Danach sollte

² Es gibt darüber hinaus grundlegendere Kritik am Mar-a-Lago Accord und den zugrunde liegenden Annahmen, siehe z.B. Bordo und McCauley (2025) sowie Bossone (2025).

³ In der ursprünglichen Version betrachtet Taylor die Produktionslücke, d.h. die Abweichung des BIP vom Produktionspotenzial, anstelle der Arbeitslosenlücke.

der Leitzins aktuell zwischen 3,9 und 4,9% liegen. Die tatsächliche Bandbreite für die Fed Funds Target Rate von 4¼ bis 4½% spiegelt die fundamentale makroökonomische Situation damit recht gut wider – im Gegensatz zu der Forderung nach einer Zinssenkung um 300 Basispunkte.

Aktuell geht eine (wenngleich knappe) Mehrheit der Mitglieder des Offenmarktausschusses davon aus, dass der Leitzins bis zum Jahresende noch um 50 BP gesenkt wird, gefolgt von einer weiteren Zinssenkung im kommenden Jahr (FOMC 2025). Ohne jeglichen politischen Einfluss dürfte das Risiko für diesen Ausblick eher in die Richtung von weniger Zinssenkungen zeigen, da die von Präsident Trump eingeführten Zölle erste Spuren bei den Konsumentenpreisen hinterlassen und der Inflationsdruck in den kommenden Monaten somit wieder zunehmen könnte (Mutikani 2025). Allerdings gibt es sehr wohl politischen Einfluss und dieser wird mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit in den kommenden Monaten zunehmen.

Schließlich endet die Amtszeit von Jerome Powell als Notenbankchef (spätestens) im Mai nächsten Jahres. Danach wird die Fed eine(n) neue(n) Vorsitzende(n) haben, der/die ein deutlich offeneres Ohr für die geldpolitischen „Vorschläge“ des Präsidenten haben dürfte als der aktuelle Amtsinhaber.

Neben einem deutlich niedrigeren Leitzins könnte Powells Nachfolger auch zusätzliche Aufkäufe von US-Staatsanleihen wieder auf die Agenda bringen. Rechtlich wäre das sogar zulässig, denn laut Federal Reserve Act von 1913 soll die Fed mit ihrer Geldpolitik drei Ziele erreichen: (1) Vollbeschäftigung, (2) stabile Preise und (3) moderate langfristige Zinsen. Zwar gab es in den vergangenen Dekaden den Konsens, dass eine Politik, welche die ersten zwei Ziele erfüllt, automatisch auch moderate langfristigen Zinsen sichert (Mishkin 2007). Doch genau das könnte sich nun ändern.

Empirische Untersuchungen zeigen, dass diese Politik der quantitativen Lockerung durchaus in der Lage ist, die Kapitalmarktzinsen zu drücken. Im Rahmen der Finanzmarktkrise haben Aufkäufe von Staatsanleihen in Höhe von 10% des BIP die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im Mittel um 75 BP reduziert.⁴ Entsprechend groß ist die Verlockung für eine politisierte Fed.

Nur um es deutlich zu machen: Das grundlegende Problem an einem solchen Politikwechsel ist nicht, ob der Leitzins nun 50 BP oder gar 100 BP zu niedrig ist, oder ob die Notenbank Staatsanleihen im Wert von ein paar Milliarden US-Dollar aufkauft. Schließlich gab es solche Politikfehler

bereits in der Vergangenheit. Das Problem entsteht dadurch, dass die Notenbank diesen Fehler „absichtlich“ und unter dem Druck des Präsidenten macht – mit anderen Worten, durch den Verlust der Zentralbankunabhängigkeit.

Verlust der Zentralbankunabhängigkeit

Alesina und Summers (1993), Cukierman et al. (1992) sowie zahlreiche weitere empirische Studien zeigen, dass Länder mit unabhängigen Zentralbanken durchweg niedrigere Inflationsraten aufweisen als solche, in denen es politische Einflussnahme gibt. Und genau das scheint die Trump-Regierung aufs Spiel setzen zu wollen.

Die Folgen wären extrem schmerzhaft. Wie z.B. Anfang der 1970er-Jahre, als Präsident Nixon den damaligen Notenbankpräsidenten Burns dazu drängte, die Geldpolitik zu lockern. Damals litten die USA zwar bereits unter steigenden Inflationsraten aufgrund des Ölschocks, aber aus Nixons Sicht stellte die steigende Arbeitslosenquote die größere Gefahr für seine Wiederwahl dar. Burns gab entgegen seiner eigentlichen Auffassung schließlich nach (Abrams 2006). Es folgte eine über Jahre hinweg viel zu lockere Geldpolitik, welche die persistent hohe Inflation der 1970er-Jahre ermöglichte. Höhere Inflationsraten steigern nicht nur die Unzufriedenheit der Bevölkerung, sondern führen auch dazu, dass Investoren in Form höherer Zinsen für die Kaufkraftverluste kompensiert werden möchten. Besiegt werden konnte die Inflation damals erst durch die aggressive geldpolitische Straffung des späteren Vorsitzenden Paul Volcker – allerdings auf Kosten einer schweren Rezession.

Chance und Verpflichtung für Europa

Wachsende Schulden, steigende Inflation sowie die Drohungen aus dem Mar-a-Lago Accord, wonach die USA ihren Zahlungsverpflichtungen eventuell nicht nachkommen könnten: Die USA tun aktuell viel dafür, dass der US-Dollar an Wert verliert (lediglich die Zölle wirken zumindest aus theoretischer Sicht in die entgegengesetzte Richtung). Und das ist durchaus gewollt, zumal in den Augen von Miran (2024) und auch von Präsident Trump die Überbewertung der eigenen Währung eine wesentliche Ursache für die ökonomischen Probleme der USA darstellt. Das schürt unweigerlich die Diskussion über das Ende des US-Dollar als Weltreservewährung – auch wenn der Rückgang des US-Dollar in den Reserveportfolios der internationalen Zentralbanken nicht erst unter Präsident Trump eingesetzt hat.

Seit dem Jahr 2000 ist der Anteil der internationalen Währungsreserven, der in US-Dollar gehalten wird, graduell aber doch deutlich von 71 auf 58% gefallen (vgl. Abb. 5). Interessanterweise konnten davon nicht die anderen traditionellen

⁴ Für eine Übersicht über verschiedene Studien siehe Gagnon (2016).

Reservewährungen, wie der Euro, das britische Pfund oder der japanische Yen profitieren, sondern vor allem kleinere Währungen, wie der kanadische Dollar, der australische Dollar, die schwedische Krone oder auch der koreanische Won. Arslanalp et al. (2022) führen das darauf zurück, dass diese Länder offene und gut entwickelte Kapitalmärkte haben, wirtschaftlich stabil, sowie politisch transparent und berechenbar sind.

Für die anhaltende Stabilität des globalen Finanzsystems braucht es aber möglicherweise mehr als eine Handvoll kleinerer Währungen, in die die Zentralbanken ihre Reserven reallozieren können. In Anlehnung an Kindleberger (1973) sollte es immer ein starkes Zentrum geben, welches durch seine Güter- und Finanzmärkte sowie die Bereitstellung von Regeln und Sicherheiten die Stabilität eben dieser Märkte sicherstellt. In der Vergangenheit waren dies zunächst Großbritannien und dann die USA. Rey (2025) bezeichnet die Periode nach dem ersten Weltkrieg, als die USA noch nicht in der Lage waren, die Lücke zu schließen, die das bröckelnde britische Empire hinterließ, als *Kindleberger Gap*. In diese Zeit ohne eindeutiges Machtzentrum fielen die Große Depression sowie die Unruhen, die letztendlich im Zweiten Weltkrieg mündeten.

Auch vor diesem Hintergrund sollte Europa die aktuelle Situation, in der die USA sich ihrer globalen politischen und ökonomischen Verantwortung entledigen wollen, als Chance aber auch als Verpflichtung verstehen. Verpflichtung deswegen, weil Europa aufgrund seiner wirtschaftlichen Stärke, der

(hoffentlich anhaltenden) politischen Stabilität und globalen Integration derzeit der einzige natürliche Vertreter der USA zu sein scheint. Nicht umsonst ist der Euro mit einem Anteil von 20% die mit Abstand zweitwichtigste Reservewährung nach dem US-Dollar. Europa ist damit also die einzige Region, welche das Kindleberger Gap schließen kann.

Gleichzeitig wäre eine stärkere globale Rolle des Euro eine große Chance – auch wenn es die Trump-Regierung offenbar anders sieht. Denn die Attraktion zusätzlicher Währungsreserven bedeutet den Zugang zu mehr Kapital. Die Folge wären niedrigere Zinsen für öffentliche Haushalte und Unternehmen. Zudem würde in dieser kritischen Zeit der politische Einfluss in der Welt zunehmen.

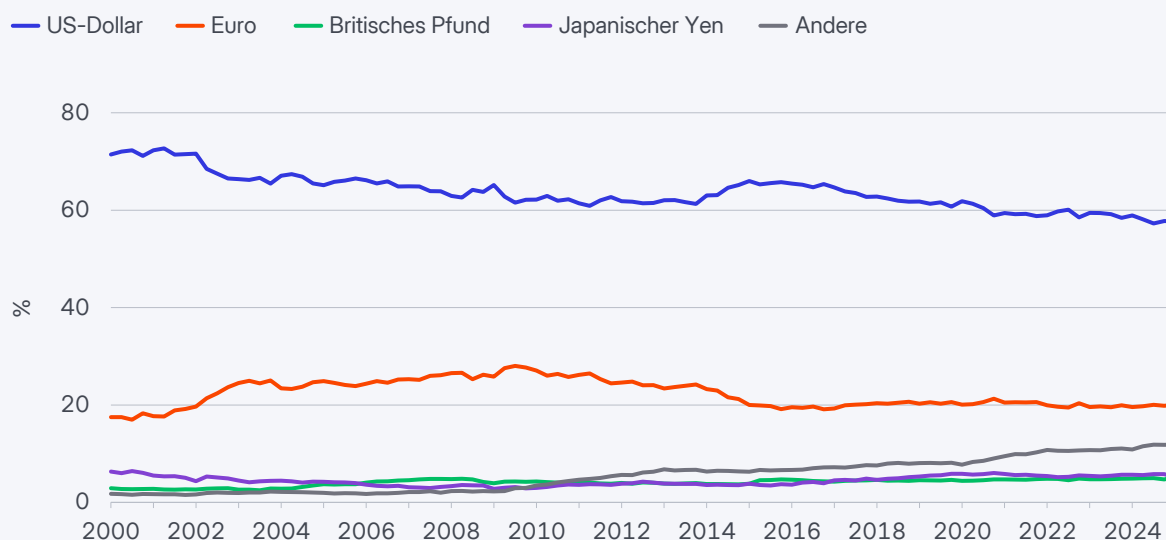
Dank seiner starken rechtsstaatlichen Institutionen und auch des großen Binnenmarkts ist Europa für diese Aufgabe bereits recht gut aufgestellt. Was unbedingt fehlt, um in die Fußstapfen der USA zu treten, ist die zeitnahe Umsetzung der seit Jahren avisierten Vertiefung der Kapitalmarktunion (Eurogroup 2024). Dazu gehört auch die Emission einer europäischen Anleihe – gerne auch nur zweckgebunden. Im jetzigen Umfeld bieten sich hier gemeinschaftlichen Schulden für die Verteidigung förmlich an.

Fazit

Die aktuelle wirtschafts- und geopolitische Agenda der USA stellt für die globalen Finanzmärkte eine enorme Her-

Abb. 5

Aufteilung internationaler Währungsreserven



Quelle: IWF COFER; Berechnungen des Autors.

© ifo Institut

ausforderung dar. Um den Schuldendienst angesichts der sprunghaft ansteigenden Verschuldung leisten zu können, wird der Regierung Trump kaum etwas anderes übrigbleiben, als die Marktkräfte auszuhebeln. Dazu gehören verstärkter Druck auf ausländische Investoren und eine weniger unabhängige Notenbank. Die Folge wären Inflation und ein schwächerer US-Dollar. Da der Stress diesmal durch die Fiskalpolitik der USA ausgelöst wird, entfällt zudem der sichere Hafen, in den sich Investoren in Krisen normalerweise geflüchtet haben, nämlich der US-Dollar und US-Staatsanleihen. Wenn überhaupt kann dieses Vakuum aktuell nur durch Europa und den Euro geschlossen werden. Für den Währungsraum Verpflichtung und Chance zugleich. •

Referenzen

Abrams, B. A. (2006), "How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from the Nixon Tapes", *Journal of Economic Perspectives* 20(4), 177–188.

Alesina, A. und L. H. Summers (1993), "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking* 25 (2), 151–162.

Arslanalp, S., B. Eichengreen und C. Simpson-Bell (2022), "The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Non-traditional Reserve Currencies", IMF Working Paper No. 22/58.

Bordo, M. und R. N. McCauley (2025), "Miran, We're Not in Triffin Land Anymore", VoxEU.org, 7. April.

Bossone, B. (2025), "Not Triffin, Not Miran: Rethinking Us External Imbalances in a New Monetary Order", VoxEU.org, 10. April.

CBO (2025), The Long-Term Budget Outlook: 2025 to 2055, 27. März.

CRFB (2025a), "The Senate OBBA in Charts", CRFB Blog, 30. Juni.

CRFB (2025b), "The 30-Year Cost of OBBA", CRFB Blog, 15. Juli.

Cukierman, A., S. B. Webb und B. Neyapti (1992), "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review* 6(3), 353–398.

Eurogroup (2024), Statement of the Eurogroup in Inclusive Format on the Future of Capital Markets Union, 11. März.

Federal Reserve Board (verschiedene Jahrgänge), Financial Accounts of the United States – Z.1, Washington D.C.

FOMC (2025), Summary of Economic Projections, 18. Juni.

Furceri, D., C. Goncalves und H. Li (2025), "The Impact of Debt and Deficits on Long-Term Interest Rates in the US", IMF Working Paper No. 25/142.

Gagnon, J. (2016), "Quantitative Easing: An Underappreciated Success", *PIIE Policy Brief* 16–4, April.

Higgins, P. (2016), "Introducing the Atlanta Fed's Taylor Rule Utility", Federal Reserve Bank of Atlanta Macroblog, 7. Januar.

IWF (2025), Fiscal Policy under Uncertainty, Fiscal Monitor, April.

Kindleberger, C. P. (1973), *The World in Depression, 1929–1939*, University of California Press.

McBride, W. (2025), "Will the Big Beautiful Bill Lead to an Economic Boom or Just Modestly Higher Growth?", Tax Foundation Blog, 26. Juni.

Miran, S. (2024), "A User's Guide to Restructuring the Global Trading System", Hudson Bay Capital, November.

Mishkin, F. S. (2007), "Monetary Policy and the Dual Mandate", Rede am Bridgewater College, Bridgewater/VA, 10. April.

Mutikani, L. (2025), "US Consumer Prices Rise in June as Tariff Pass-Through Begins", Reuters, 16. Juli.

Revell, E. (2025), "Trump Says Federal Reserve Should Lower Interest Rates by 3 Points", foxbusiness.com, 15. Juli.

Rey, H. (2025), "Prepare for the Global Euro", Project Syndicate, 5. Mai.

Taylor, J. B. (1993), "Discretion Versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195–214.

Taylor, J. B. (1999), "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", in: J. B. Taylor (Hrsg.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago, Chicago.

The Budget Lab at Yale (2025), Long-term Impacts of the One Big Beautiful Bill Act, 6. Juni.

Treasury Department (verschiedene Jahrgänge), Treasury International Capital Data, Washington D.C.

Yellen, J. (2017), "The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy", Rede am Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford/CA, 19. Januar.