BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 23.12.2024

Makroausblick 2024

Jan | Feb | Mrz | Apr | Mai | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | **Dez**

Wichtige Informationen und Hinweise

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 23.12.2024

Das große Bild

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

- **Konjunktur und Wachstum:** Die konjunkturelle Lage in der Eurozone ist derzeit zwiegespalten. Im Gegensatz zu dem kräftigen Aufschwung in Südeuropa stagniert die deutsche Wirtschaft immer noch. Die schwache Auslandsnachfrage und die Konkurrenz aus China macht der exportorientierten deutschen Industrie besonders zu schaffen. Niedrigere Inflation, steigende Reallöhne und weitere Leitzinssenkungen stützen die europäische Konjunktur. Es dürfte allerdings bis 2025 dauern, bevor sich der BIP-Zuwachs weiter beschleunigt. Die US-Wirtschaft zeigt sich weiterhin sehr robust. Der wiedergewählte Präsident Trump könnte kurzfristig einen Wachstumsimpuls erzeugen, langfristig wird seine Politik aber das US-Trendwachstum belasten. Für Europa bedeutet die Rückkehr von Trump ins Weiße Haus eine erhebliche handels- und geopolitische Unsicherheit, die sich negativ auf das Wachstum in Europa auswirken wird. China, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, kämpft weiterhin mit Problemen im Immobiliensektor und einer Verunsicherung der Verbraucher. Der fiskal- und gelpolitische Stimulus hilft, löst aber nicht die langfristen Probleme.

- **Inflation:** Die Inflationsraten sind 2024 auf beiden Seiten des Atlantiks weiter gesunken. Insgesamt scheint die Inflation derzeit unter Kontrolle zu sein. Insbesondere in den USA und Großbritannien könnten die Inflationsraten aber noch einige Zeit über dem Ziel der Notenbanken von 2 % liegen. Denn der angespannte Arbeitsmarkt sorgt vor allem im Dienstleistungssektor für anhaltenden Lohndruck. Auch längerfristig dürften die Inflationsraten nicht auf das niedrige Niveau vor der Pandemie zurückkehren. Strukturelle Gründe wie die demografische Entwicklung und Investitionen in Klimaneutralität werden die Inflation auf einem höheren Niveau halten. Langfristig dürfte sich die Inflation daher bei etwa 2,5% statt bei 2% einpendeln.

- **Geldpolitik:** Bei der geldpolitischen Lockerung befinden sich die großen Notenbanken bereits auf der Zielgeraden. Bis zum Sommer 2025 erwarten wir eine Senkung des Leitzinses in der Eurozone auf 2,25 % und in Großbritannien auf 4,25 %. Für die Fed erwarten wir hingegen, dass sie den Leitzins auf dem aktuellen Niveau von 4,25 % bis 4,50 % belassen wird.

- **Zinsen:** Die auf den letzten Metern unerwartet hartnäckige Inflation und die Erkenntnis der Märkte, dass die Notenbanken die Zinsen wohl doch nicht so stark senken werden wie zuvor erwartet, haben die Renditen langlaufender Staatsanleihen in den großen Industrieländern zuletzt wieder deutlich ansteigen lassen. Wir erwarten eine strukturell bedingte höhere Inflation und damit auch für 2025 auf breiter Front weiter steigende Renditen.

Makroökonomischer Blick auf die Welt

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Eurozone

Der Euroraum hat den Energie- und Inflationsschock hinter sich gelassen. Der Aufschwung ist bislang allerdings ungleich verteilt: Einer kräftigen Expansion im Süden steht weitere Stagnation in Deutschland gegenüber. Es dürfte bis 2025 dauern, bevor sich der BIP-Zuwachs weiter beschleunigt.

Die Inflation ist von ihren Höchstwerten Ende 2022 stark gefallen und liegt derzeit auf dem Zwei-Prozent-Ziel. Die Kerninflation notiert aber noch etwas höher. Die EZB hat im Juni die Zinswende eingeläutet. Bis Ende Q2 2025 rechnen wir mit einer Absenkung des Einlagesatzes auf dann 2,25 %.

USA

Derzeit sieht es also nach einer sehr weichen Landung für die US-Wirtschaft aus. Kurzfristig dürfte die US-Wirtschaft unter Trump von Steuersenkungen und einer gewissen Deregulierung profitieren. Mittelfristig werden jedoch höhere US-Zölle, Vergeltungsmaßnahmen anderer Länder und eine mögliche Aushöhlung der Institutionen unter Trump das Trendwachstum in den USA schwächen. Die Fed sieht sich mit einer robusten Wirtschaft, einem stabilen Arbeitsmarkt und einer immer noch zu hohen Kerninflation konfrontiert. Wir rechnen daher mit keinen weiteren Leitzinssenkungen der Fed.

Deutschland

Die deutsche Wirtschaft leidet unter einer verhaltenden globalen Nachfrage, der zunehmenden chinesischen Konkurrenz auf den Weltmärkten, einer sehr zurückhaltenden Fiskalpolitik, politischen Unsicherheiten und dem Arbeitskräftemangel. Die jüngsten Stimmungs- und Konjunkturindikatoren deuten derzeit auch nicht auf eine Besserung hin. Stattdessen dürfte es bis zum Frühling dauern, bevor die Wirtschaft in stärker in Schwung kommt. Für das Gesamtjahr 2024 rechnen wir mit einem Rückgang des BIP um -0,2 %, gefolgt von einem Wachstum in Höhe von 0,3 % im Jahr 2025.

China

Nach langem Zögern hat China ein Konjunkturpaket aufgelegt, das vor allem den privaten Verbrauch anregen und den Einbruch im Wohnungsbau beenden soll. Es wird vermutlich wirken. Aber es dürfte ein Strohfeuer bleiben. Denn an den fundamentalen Problemen einer Wirtschaft, die von der Partei immer mehr gegängelt wird, ändert es nichts.

Längerfristig ist China für die Weltwirtschaft keine Wachstumslokomotive mehr. Stattdessen ist das Land sowohl ökonomisch als auch politisch zum Risikofaktor geworden. Nach einem BIP-Anstieg von 5,1 % in 2023 rechnen wir für dieses Jahr mit 4,7 %.

Eurozone
Konjunktur- und Preisentwicklung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

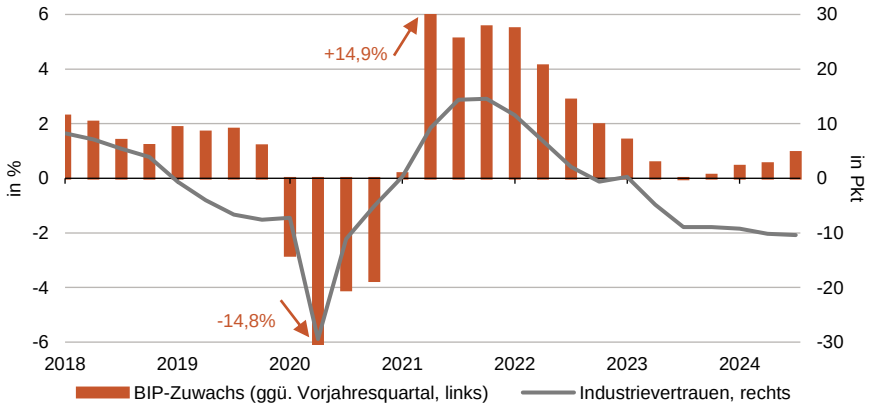
Hoffnung auf einen leichten Aufschwung 2025

- Die Konjunktur im Euroraum wird derzeit insbesondere durch die Wachstumsschwäche und die politischen Unsicherheiten in den beiden größten Volkswirtschaften Deutschland und Frankreich belastet. Nach einem recht soliden Wachstum im dritten Quartal deuten die konjunkturellen Frühindikatoren derzeit auf eine nachlassende Wachstumsdynamik hin.
- Im Jahr 2025 dürften jedoch die Leitzinssenkungen der EZB und steigende Reallöhne der Wirtschaft im Euroraum etwas Rückenwind verleihen. Ein Risiko besteht darin, dass Trump nach seinem Amtsantritt die Zölle auch auf europäische Produkte erhöhen könnte.

EZB zwischen Wachstumssorgen und Preisdruck

- Die Kerninflation bewegt sich seit drei Monaten auf einem für die EZB zu hohem Niveau seitwärts und die Inflationsrate ist im November sogar von 2,0 % auf 2,3 % angestiegen. Für das kommende Jahr rechnen wir zwar mit einer leichten Abschwächung des Preisdrucks, vorerst muss die EZB aber weiterhin vorsichtig agieren.
- Die EZB hat in ihrer Dezembersitzung trotz schwächelnder Konjunktur zum vierten Mal in Folge nur eine kleine Zinssenkung in Höhe von 25 Basispunkten vorgenommen. Wir rechnen im ersten Halbjahr 2025 mit drei weiteren Zinsschritten in gleicher Höhe, so dass der Einlagesatz dann bei 2,25 % liegen wird

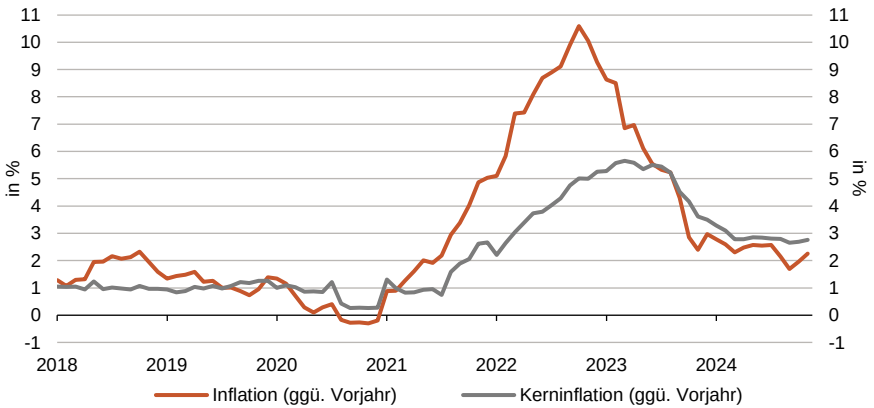
Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 09/2024

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

Deutschland
Konjunktur- und Preisentwicklung

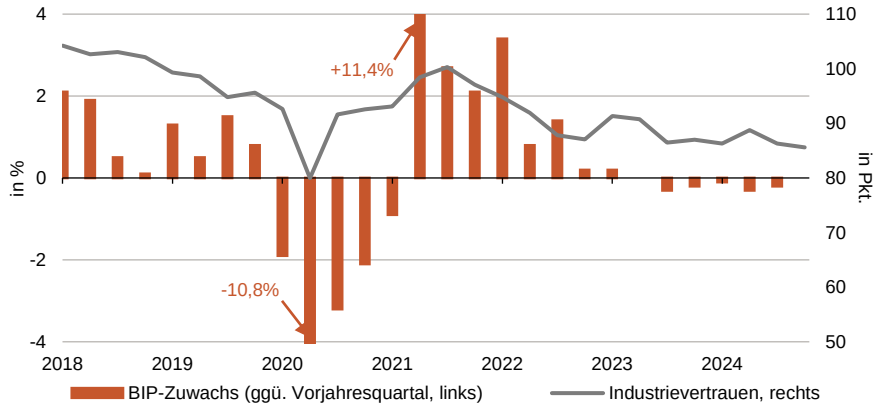
Neuwahlen in Deutschland eröffnen Chancen

- Die deutsche Wirtschaft tritt seit nunmehr drei Jahren praktisch auf der Stelle. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Zum einen schwächelt weiterhin die globale Nachfrage, zum anderen machen chinesische Produkte deutschen auf den Weltmärkten zunehmend Konkurrenz. Auch der Arbeitskräftemangel und die überbordende Bürokratie wirken sich belastend aus.
- Lähmend wirkte sich zudem aus, dass die Ampelkoalition zuletzt mehr gestritten als notwendige Reformen umgesetzt hat. Die Neuwahlen am 23. Februar 2025 bieten daher auch die Chance, die politische Unsicherheit zu beenden und überfällige Reformen anzugehen.

Trump-Zölle würden deutsche Konjunktur belasten

- Für die deutsche Exportwirtschaft ist die Rückkehr Donald Trumps ins Weiße Haus eine schlechte Nachricht. Im Vorfeld der Wahl hatte er mit umfangreichen Zöllen gedroht, die die deutsche Konjunktur zusätzlich belasten würden.
- Die harmonisierte Inflationsrate bewegte sich im November bei 2,4 % seitwärts. Die Kerninflation ging leicht von 3,3 % auf 3,1 % zurück. Während die Energiepreise im Jahresvergleich sanken, ließ der Inflationsdruck im Dienstleistungssektor nicht nach. Trotz der schwächelnden Konjunktur ist der Arbeitsmarkt in diesem Sektor eng, was die Löhne und Preise hoch hält.

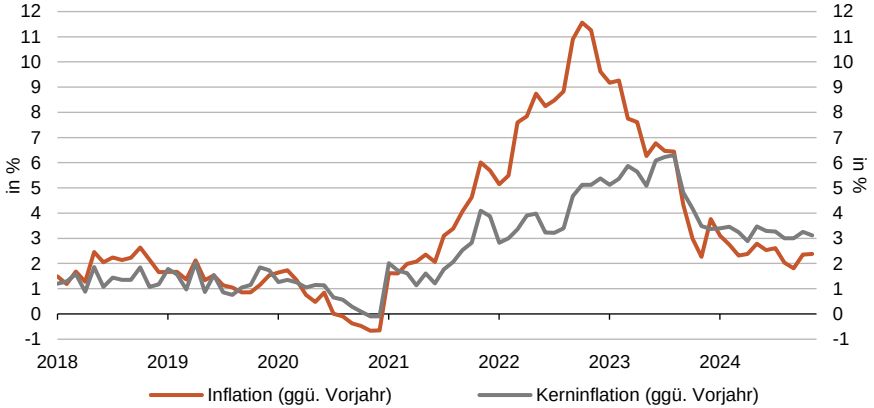
Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Deutschland harmonisierte Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

Großbritannien
Konjunktur- und Preisentwicklung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

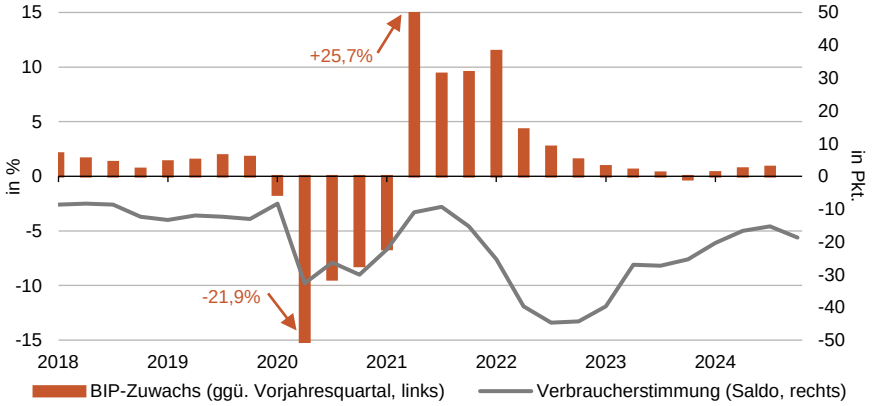
Mehr Wachstum im neuen Jahr

- Das Jahr 2024 hat für die britische Wirtschaft gut begonnen, aber die Neuwahlen und die damit verbundenen Sorgen um den Haushalt haben die Konjunktur zuletzt etwas an Schwung verlieren lassen. Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einem moderaten BIP-Wachstum von 0,9 %.
- Im kommenden Jahr dürfte sich die britische Wirtschaft wieder etwas erholen. Denn die politischen Unsicherheiten sind vorbei und die neue Regierung hat deutliche Ausgabenerhöhungen angekündigt. Positiv werden sich auch die sinkenden Zinsen und die rückläufige Inflation auswirken. Für 2025 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1,1%.

Wenig Luft für weitere Leitzinssenkungen

- Obwohl der Anstieg der Inflationsrate von 2,3 % im Oktober auf 2,6 % im November (größtenteils auf die schwankungsanfälligeren Komponenten der Inflation zurückzuführen ist, begrenzen die steigenden Lohnkosten den Spielraum für einen weiteren Rückgang der Dienstleistungsinflation.
- Der Bank of England dürfte es daher schwerfallen, die Zinsen deutlich zu senken. Für 2025 rechnen wir einem langsamen Voranschreiten bei der geldpolitischen Lockerung. Für die ersten beiden Quartale 2025 erwarten wir Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte, so dass der Leitzins bis zum Sommer 2025 auf 4,25 % sinken dürfte.

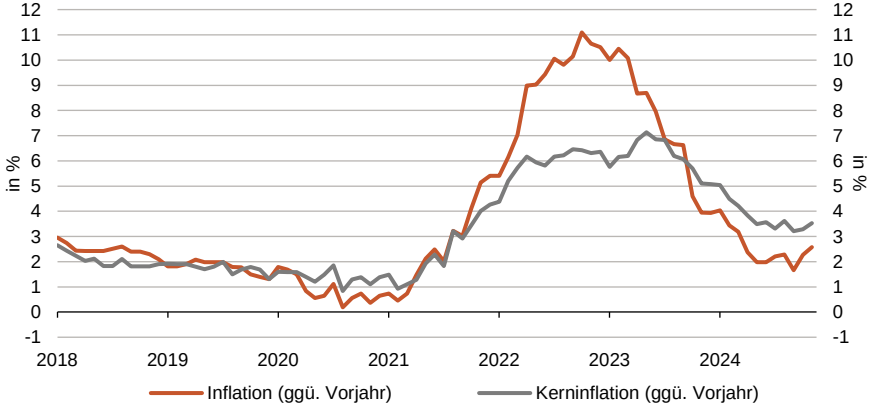
Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

USA
Konjunktur- und Preisentwicklung

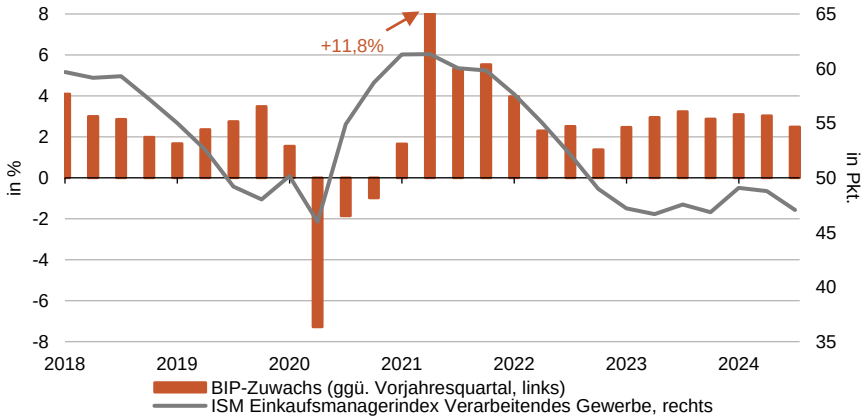
Trump ist zurück

- Die US-Wirtschaft hat kaum an Schwung verloren und ist im dritten Quartal auf das Jahr hochgerechnet erneut um 3,1 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Gestützt wurde die Konjunktur durch einen soliden privaten Konsum, die Exporte und die staatlichen Ausgaben.
- Derzeit sieht es nach einer sehr sanften Landung für die US-Wirtschaft aus. Und der wiedergewählte Ex-Präsident Trump könnte im kommenden Jahr sogar weitere Wachstumsimpulse freisetzen. Denn im Wahlkampf hatte er Steuersenkungen und Deregulierungen versprochen. Mittelfristig könnten aber die ebenfalls angekündigte Verschärfung der Einwanderungspolitik und Zölle das Trendwachstum in den USA schwächen.

Für die Fed könnte es das gewesen sein

- Die Kerninflation hat sich im November den dritten Monat in Folge auf einem Niveau von 3,3 % seitwärts bewegt.
- Die Fed hat in ihrer Dezembersitzung die Leitzinsspanne um 25 Basispunkte auf 4,25 – 4,50 % gesenkt. Für 2025 rechnen die Währungshüter nur noch mit Zinssenkungen um insgesamt 50 Basispunkte, während sie im September noch von 100 ausgegangen waren. Die hartnäckige Kerninflation, die sehr robuste Konjunktur und Donald Trump, dessen Politik voraussichtlich inflationstreibend wirken wird, werden der Fed keinen Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik lassen.

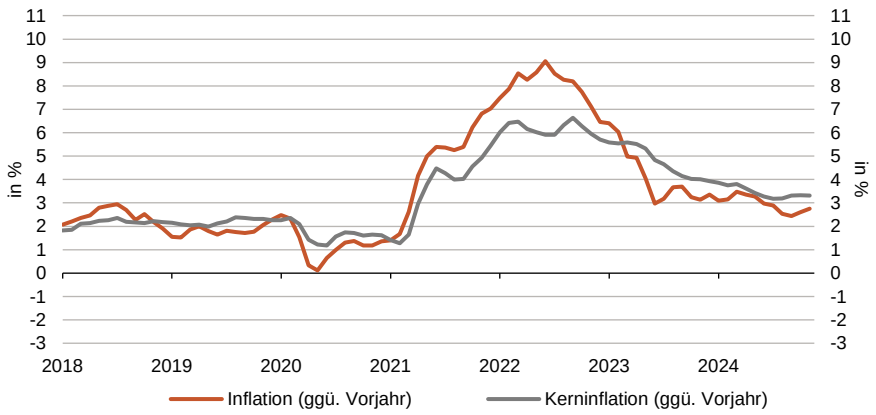
USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 09/2024

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

Marktentwicklung
Geld & Währung

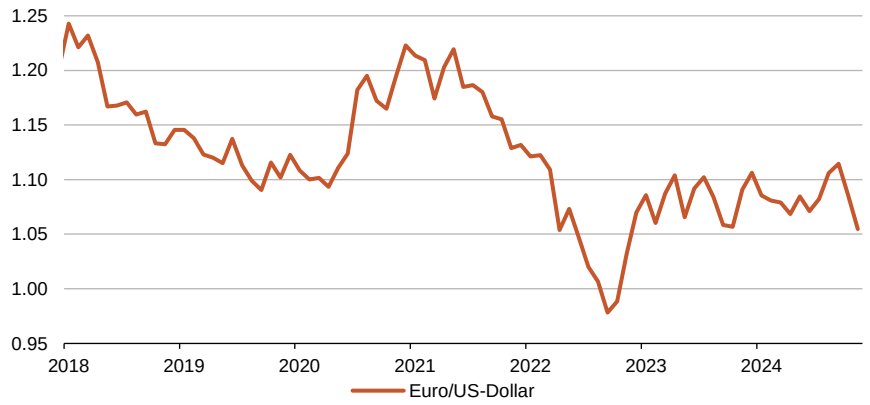
Noch spricht viel für den Dollar

- Deutlich stärkere US-Konjunkturdaten im Vergleich zur Eurozone, geopolitische Unsicherheiten und der Wahlsieg von Trump haben den Dollar gegenüber dem Euro zuletzt aufwerten lassen. Alle genannten Faktoren sind aber jetzt offenbar weitgehend im Wechselkurs eingepreist.
- Sollten die geopolitischen Spannungen etwas abflauen, die konjunkturelle Dynamik in den USA nachlassen oder die Eurozone et-was an Schwung gewinnen, dürfte der Dollar im kommen-den Jahr etwas von seiner derzeitigen Stärke einbüßen. Wir rechnen mit einem Kurs von 1,06 für Mitte und 1,08 für Ende 2025..

Die Schweiz flirtet mit der Deflation

- Die geopolitischen Risiken führen zu einer anhaltenden Frankenstärke. Dadurch verbilligen sich die Schweizer Importe, was zusammen mit den sinkenden Energiepreisen dazu führt, dass die Schweiz in eine Deflation abzugleiten droht. Im November lag die Inflationsrate bei 0,7 % im Vergleich zum Vorjahr.
- Die Schweizerische Nationalbank versuchte im Dezember mit einer Zinssenkung um 50 Basispunkte gegenzusteuern. Da der Leitzins nun bei 0,5% liegt, ist der weitere Spielraum jedoch begrenzt. Direkte Wechselkursinterventionen werden daher wahrscheinlicher.

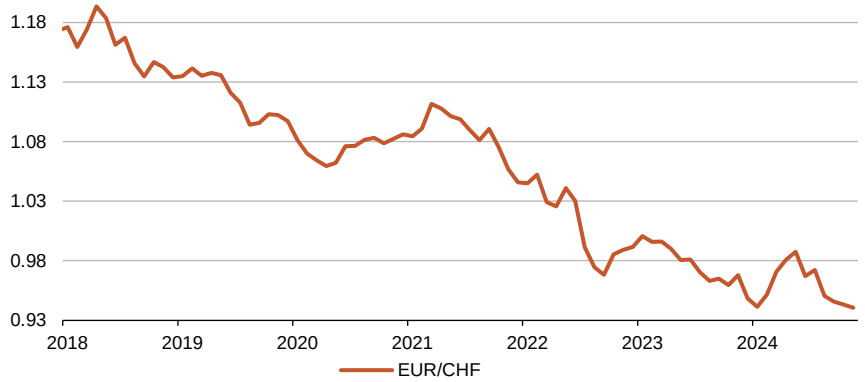
Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

Kapitalmarktprognosen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			23.12.2024	30.06.2025	31.12.2025
Aktienmärkte	USA	**S&P 500**	5.958	6.200	6.500
	Europa	**DAX**	19.872	21.000	22.000
		EURO STOXX 50	4.849	5.100	5.300
		MSCI Großbritannien	2.305	2.450	2. 600
Rentenmärkte	USA	**Fed Funds**	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
		10 Jahre	4,54	4,70	4,90
	Euroland	**Einlagesatz**	3,00	2,25	2,25
		10 Jahre*	2,32	2,30	2,50
	Großbritannien	**Bank Rate**	4,75	4,25	4,25
		10 Jahre	4,56	4,60	4,70
Währungen	USA	**EUR/USD**	1,04	1,06	1,08
	Schweiz	**EUR/CHF**	0,93	0,94	0,95
	Großbritannien	**EUR/GBP**	0,83	0,84	0,84
	Japan	**EUR/JPY**	157	154	151

*Bundesanleihen.

Wirtschaftliches Umfeld

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

		BIP				Inflation				Arbeitslosenquote				Saldo Staatshaushalt			
	Anteil	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Welt*	100,0	2,6	2,6	2,7	2,4												
USA	26,1	2,8	2,4	2,2	1,8	3,0	2,9	2,6	2,6	4,1	4,1	3,6	3,3	-6,5	-7,5	-7,0	-6,0
China	16,9	4,7	4,5	4,3	3,9	0,3	0,8	1,4	1,9	5,1	4,8	4,8	4,8	-7,4	-6,0	-6,0	-6,5
Japan	4,0	-0,2	1,1	1,0	1,0	2,6	2,1	1,7	1,7	2,5	2,3	2,3	2,3	-4,3	-3,7	-2,5	-1,3
Indien	3,4	7,0	6,5	6,5	6,0									-7,8	-7,5	-7,5	-7,0
Lateinamerika	6,3	2,2	2,5	2,5	2,3									-4,5	-4,0	-4,0	-3,5
Europa	24,3	1,0	1,2	1,6	1,4												
Eurozone	14,8	0,7	1,0	1,5	1,3	2,4	2,0	2,1	2,4	6,4	6,4	6,1	5,7	-3,0	-2,6	-2,0	-2,0
Deutschland	4,3	-0,2	0,3	1,2	1,0	2,5	2,1	2,1	2,4	3,4	3,6	3,4	3,2	-1,4	-1,3	-1,0	-1,0
Frankreich	2,9	1,1	0,5	1,0	1,2	2,3	1,8	2,1	2,3	7,5	7,6	7,4	7,1	-6,1	-6,0	-5,4	-4,5
Italien	2,2	0,5	0,8	1,2	0,9	1,1	1,7	2,1	2,3	6,4	5,8	5,6	5,4	-4,5	-3,7	-2,9	-2,4
Spanien	1,5	3,1	2,3	2,3	2,4	2,8	2,1	2,3	2,4	11,5	10,8	10,2	9,6	-3,2	-3,0	-2,6	-2,4
Portugal	0,3	1,6	1,9	2,3	2,2	2,6	1,8	2,2	2,4	6,5	6,3	5,8	5,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3,2	0,8	1,1	1,4	1,4	2,6	3,0	2,8	2,6	4,3	4,4	4,5	4,5	-4,5	-3,8	-3,3	-2,7
Schweiz	0,8	1,3	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,5	2,2	2,1	2,1	1,7	0,5	0,3	0,3	0,3
Schweden	0,6	0,7	1,6	1,8	2,0	3,0	2,2	2,2	2,5	8,2	8,0	8,0	7,0	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1
Osteuropa																	
Russland	1,9	3,3	1,4	1,4	1,0	8,1	9,0	8,0	7,0	2,9	3,2	3,2	3,4	-1,5	-2,0	-2,0	-2,0
Türkei	1,1	2,9	3,0	3,0	2,5	56,0	28,0	28,0	20,0	10,4	10,0	10,0	9,5	-5,0	-4,0	-4,0	-3,5

Quelle: Arbeitslosigkeit: ILO/Eurostat Definition; Saldo Staatshaushalt in % des BIP
* Zu tatsächlichen Wechselkursen nicht Kaufkraftparität KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen
Anteile basieren auf BIP-Zahlen des IWF World Economic Outlook 2024.