



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 13.01.2025

Makroausblick 2025

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: 13.01.2025

- **Konjunktur und Wachstum:** Die konjunkturelle Lage in der Eurozone ist derzeit zweigespalten. 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 zum Sommer 2025 dauern, bevor sich der BIP-Zuwachs weiter beschleunigt. Die US-Wirtschaft zeigt sich weiterhin sehr robust. Präsident Trump könnte kurzfristig einen weiteren 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 langfristigen 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 glaube, dass der Markt sich etwas zu weit hat treiben lassen und rechnen mit leicht rückläufigen Niveaus bis Mitte 2025.

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 zum Sommer 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. Bis Ende Q2 2025 rechnen wir mit einer Absenkung des Einlagesatzes durch die EZB 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. Für 2025 rechnen wir mit einem für chinesische Verhältnisse eher moderaten BIP-Wachstum von 4,5 %.

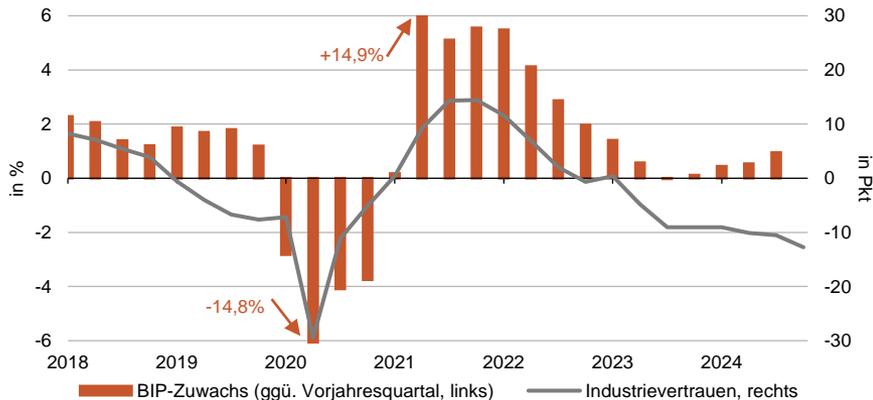
Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

Rückkehr auf Expansionskurs nach der Winterpause

- 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.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



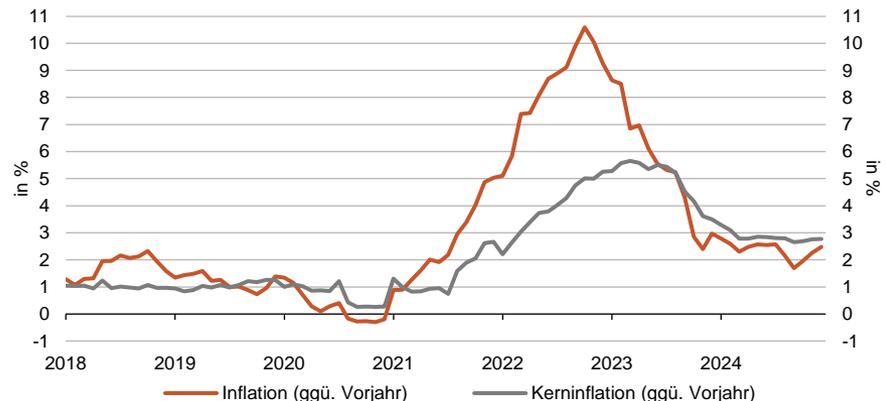
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

EZB zwischen Wachstumssorgen und Preisdruck

- Die Inflation in der Eurozone hat im Dezember den dritten Monat in Folge zugelegt. Die Verbraucherpreise stiegen um 2,4 % im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresmonat. Die Kerninflation notiert bei 2,8 %. 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 Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung

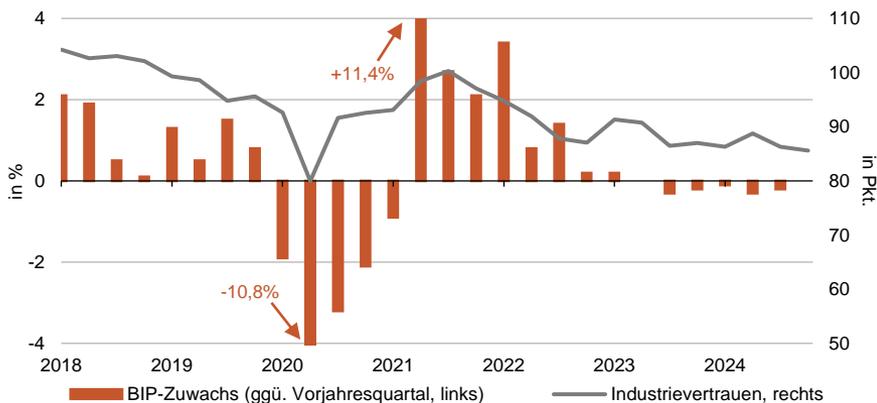


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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.

Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



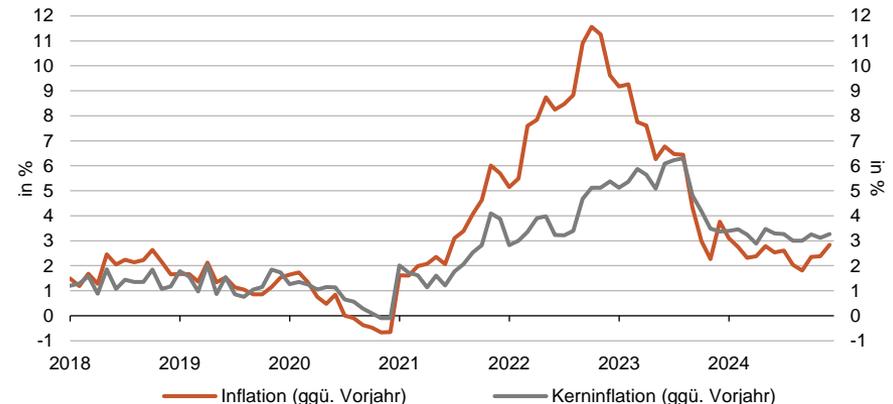
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

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 ist im Dezember um 2,8 % im Vorjahresvergleich gestiegen nachdem sie im November noch bei 2,4 % lag. Die Kerninflation legte von 3,1 auf 3,3 % zu. Die Anhebung des Preises für das Deutschlandticket und der Anstieg des CO2-Preises werden die Inflationsrate wohl noch einige Monate über der 2-Prozentmarke verharren lassen. Für das Gesamtjahr 2025 rechnen wir mit 2,2 %.

Deutschland harmonisierte Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

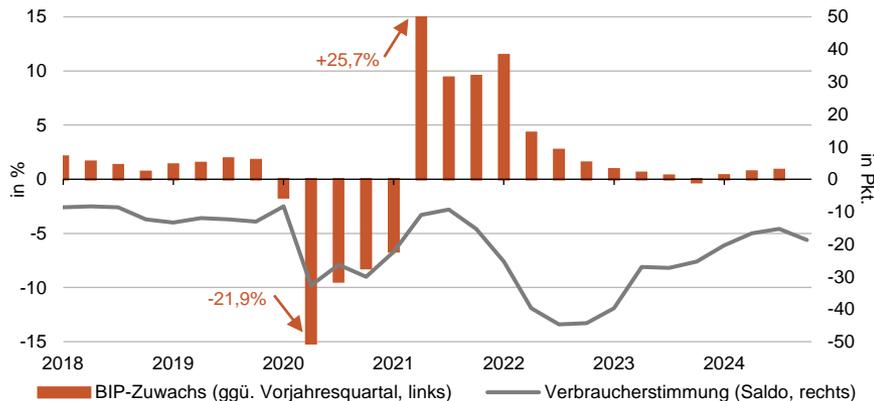


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Mehr Wachstum in 2025

- Die britische Wirtschaft war gut in das Jahr 2024 gestartet, hatte dann aber in der zweiten Jahreshälfte aber aufgrund der Unsicherheiten rund um die Wahlen und Sorgen um einen neuen Haushalt etwas an Schwung verloren.
- 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. Zudem werden sich die Zinssenkungen des vergangenen Jahres und die steigenden Reallöhne positiv bemerkbar machen. Für 2025 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1,0 %.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



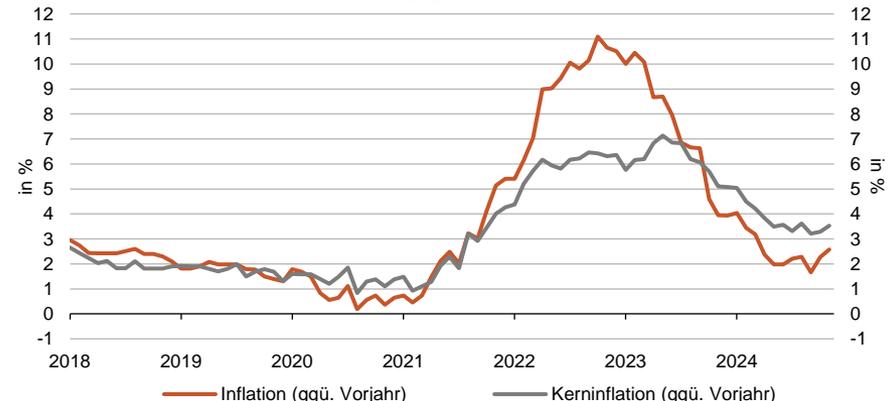
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Wenig Luft für weitere Leitzinssenkungen

- Der enge Arbeitsmarkt hält die Löhne hoch, insbesondere im Dienstleistungssektor. Die stabile Nachfrage ermöglicht es den Unternehmen, steigende Kosten in Form von Preiserhöhungen an die Kunden weiterzugeben. Die Kerninflation lag im November bei 3,6 % und damit weiterhin deutlich über dem Ziel der Zentralbank von 2 %.
- Daher dürfte es der Bank of England schwer fallen, die Zinsen deutlich zu senken. Für 2025 rechnen wir mit einer langsamen Lockerung der Geldpolitik. Bis zum Sommer erwarten wir zwei weitere Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte auf dann 4,25 %.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

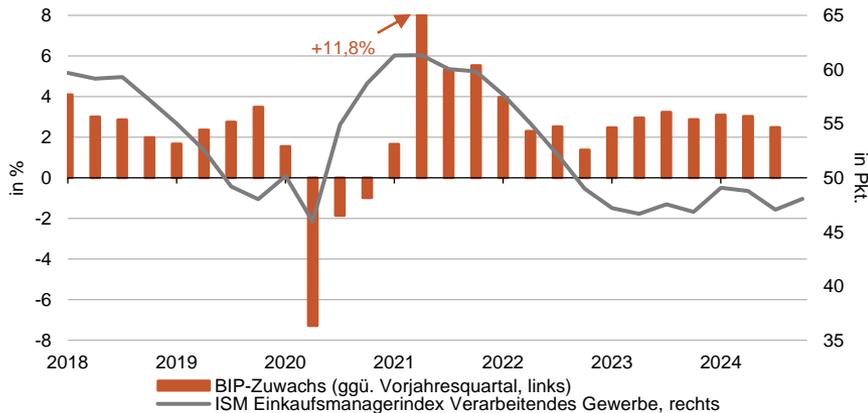


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Konjunktur brummt weiter, Arbeitsmarkt stabil

- Die US-Wirtschaft verliert kaum an Schwung. Die Atlanta Fed rechnet derzeit für Q4 2024 mit einem annualisierten BIP-Wachstum in Höhe von 2,7 % (nach 2,7 in Q3). Auch der Arbeitsmarkt ist sehr stabil. Die Arbeitslosenquote ging im Dezember von 4,2 auf 4,1 % zurück.
- Derzeit sieht also alles nach einer sehr sanften Landung für die US-Wirtschaft aus. Und der wiedergewählte Ex-Präsident Trump könnte im 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.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



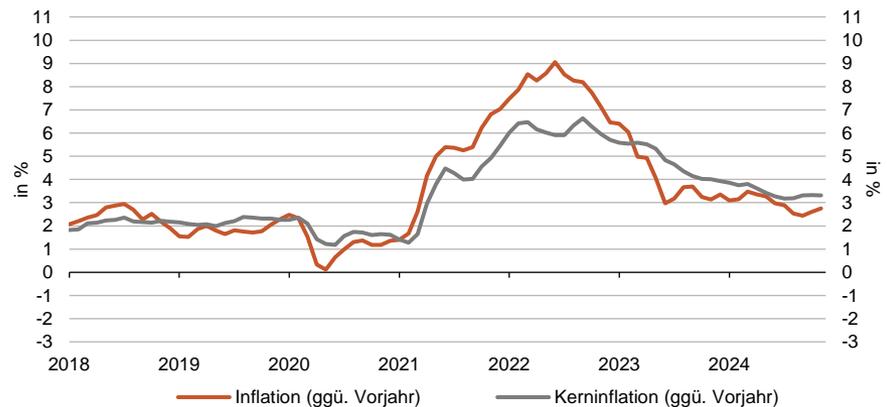
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Für die Fed könnte es das gewesen sein

- Die Inflation wird sich voraussichtlich auch im Dezember mehr oder weniger seitwärts bewegt haben.
- 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 Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 11/2024

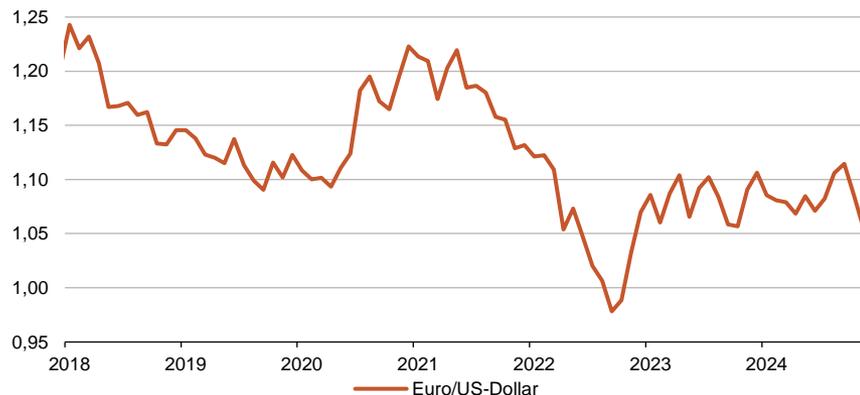
Marktentwicklung

Geld & Währung

Dollar flirtet mit der Parität zum Euro

- Deutlich stärkere US-Konjunkturdaten als im Euroraum, geopolitische Unsicherheiten und der Wahlsieg Trumps haben den Dollar zuletzt nahe an die Parität zum Euro geführt. Kurzfristig könnte der Dollar zwar noch etwas stärker werden, insgesamt scheinen aber alle genannten Faktoren weitgehend im Wechselkurs eingepreist zu sein.
- Sollten die geopolitischen Spannungen etwas abflauen, die konjunkturelle Dynamik in den USA nachlassen oder die Eurozone etwas an Schwung gewinnen, dürfte der Dollar im kommenden Jahr etwas von seiner derzeitigen Stärke einbüßen. Wir rechnen mit einem Kurs von 1,06 für Mitte und 1,08 für Ende 2025.

Wechselkurs EUR/USD

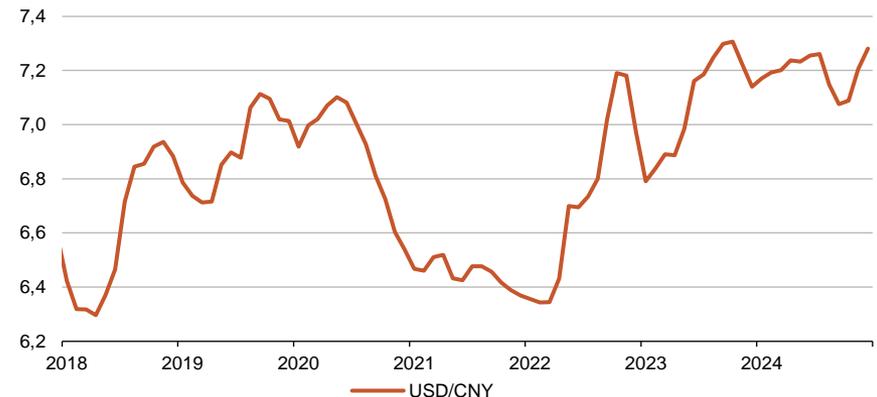


Quelle: Haver

Trumps Rückkehr belastet den Renminbi

- Anfang Januar fiel der Renminbi gegenüber dem US-Dollar auf den tiefsten Stand seit 16 Monaten. Der Hauptgrund dafür ist die Rückkehr Donald Trumps ins Weie Haus.
- Dies gibt dem US-Dollar Rückenwind, da ein höheres Wachstum erwartet wird. Zudem dürfen höhere Zölle und eine strengere Einwanderungspolitik die Inflation anheizen. Dies verringert die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinssenkungen durch die Fed und stützt den Greenback. Gleichzeitig preist der Devisenmarkt zunehmend die Gefahr von Zöllen gegen China ein, was den Renminbi schwächt.

Wechselkurs USD/CNY



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Kapitalmarktprognosen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			13.01.2025	30.06.2025	31.12.2025
Aktienmärkte	USA	S&P 500	5.782	6.200	6.500
		DAX	20.089	21.000	22.000
	Europa	EURO STOXX 50	4.932	5.100	5.300
		MSCI Großbritannien	2.355	2.450	2.600
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
		10 Jahre	4,79	4,70	4,90
	Euroland	Einlagesatz	3,00	2,25	2,25
		10 Jahre*	2,60	2,30	2,50
	Großbritannien	Bank Rate	4,75	4,25	4,25
		10 Jahre	4,87	4,60	4,70
Währungen	USA	EUR/USD	1,02	1,06	1,08
	Schweiz	EUR/CHF	0,94	0,94	0,95
	Großbritannien	EUR/GBP	0,84	0,84	0,84
	Japan	EUR/JPY	161	154	151

*Bundesanleihen.



Wirtschaftliches Umfeld

	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	0,2	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	2,7	2,4	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	2,1	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	7,7	7,5	7,2	-6,1	-6,0	-5,4	-4,5
Italien	2,2	0,5	0,8	1,2	0,9	1,1	1,6	2,1	2,3	6,4	5,7	5,5	5,3	-4,5	-3,7	-2,9	-2,4
Spanien	1,5	3,0	2,3	2,3	2,4	2,9	2,2	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	2,7	2,1	2,2	2,4	6,5	6,4	6,0	5,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3,2	0,8	1,0	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.