



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 27.01.2025

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: 27.01.2025

- **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 geldpolitische 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 steigen lassen. Wir gehen davon aus, dass die Renditen aufgrund der künftig strukturell höheren Inflation auf dem aktuellen Niveau verharren oder sogar leicht ansteigen werden.

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 Frühsommer dauern, bevor sich der BIP-Zuwachs weiter beschleunigt.

Die Inflation liegt derzeit noch leicht über der Zielmarke der EZB von zwei Prozent, dürfte sich aber bis zum Sommer weiter annähern. Bis Ende Q2 2025 rechnen wir damit, dass die EZB den Einlegesatz auf 2,25 % absenkt.

USA

Die US-Wirtschaft brummt weiter und verliert kaum an Schwung. 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 Frühsommer dauern, bevor die Wirtschaft in stärker in Schwung kommt. Für das Gesamtjahr 2022 rechnen wir mit einem leichten Wachstum des BIP um 0,2 %.

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 Strohfeder bleiben. Denn an den fundamentalen Problemen einer Wirtschaft, die von der Partei immer mehr gegängelt wird, ändert es nichts.

In diesem Jahr wird das BIP-Wachstumsziel von 5 % dank der Konjunkturpakete wahrscheinlich nochmals erreicht, in den kommenden Jahren wird dies jedoch deutlich schwieriger werden.

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

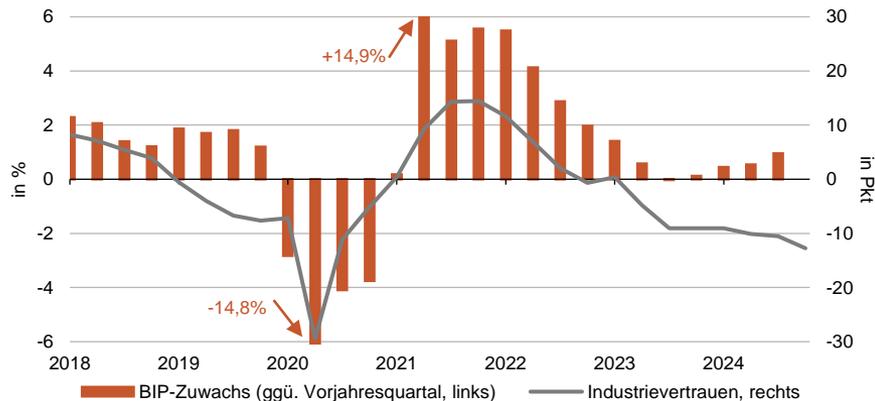
Neuer Schwung ab Frühjahr 2025

- Politische Unsicherheiten in Frankreich und Deutschland, die anhaltende Schwäche des Welthandels und der Versuch Chinas, sich durch Subventionen Marktanteile zu erkaufen, sorgten zuletzt für Gegenwind für die Konjunktur im Euroraum.
- Im Jahr 2025 dürften jedoch die Leitzinssenkungen der EZB, das Ende der Talfahrt im Wohnungsbau sowie der chinesische Stimulus der Euro-Konjunktur neue Impulse verleihen. Zudem könnten steigende Reallöhne die Verbraucher wieder zu höheren Ausgaben animieren. Ein Risiko besteht darin, dass Trump die Zölle auch auf europäische Produkte erhöhen könnte.

EZB auf der Zielgeraden

- Die im Vorjahresvergleich rückläufige Energiepreise werden dazu beitragen, dass sich die Inflationsraten in den kommenden Monaten der EZB-Zielmarke von 2 % annähern wird. Gleichzeitig bleibt die Konjunktur schwach, so dass die EZB ihre geldpolitische Lockerung fortsetzen wird.
- Bereits für die nächste EZB-Sitzung am 30. Januar erwarten wir eine weitere Leitzinssenkung um 25 Basispunkte. Danach rechnen wir bis zum Sommer mit zwei weiteren Schritten in gleicher Höhe, bevor die EZB den Leitzinssenkungszyklus bei einem Einlagesatz von 2,25 % beenden dürfte.

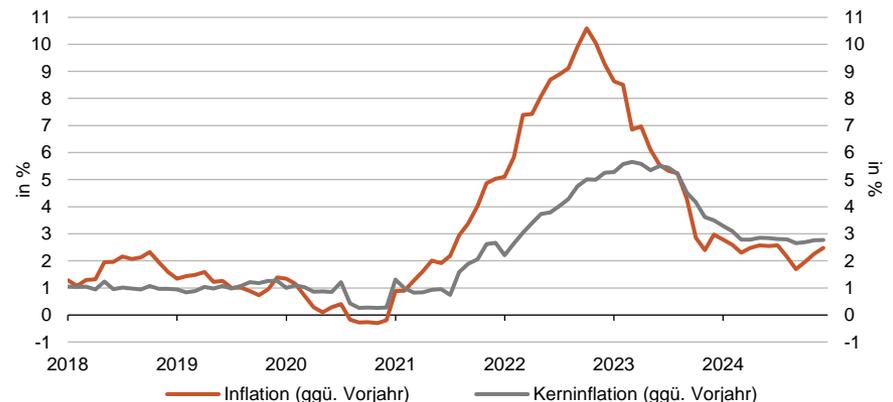
Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung

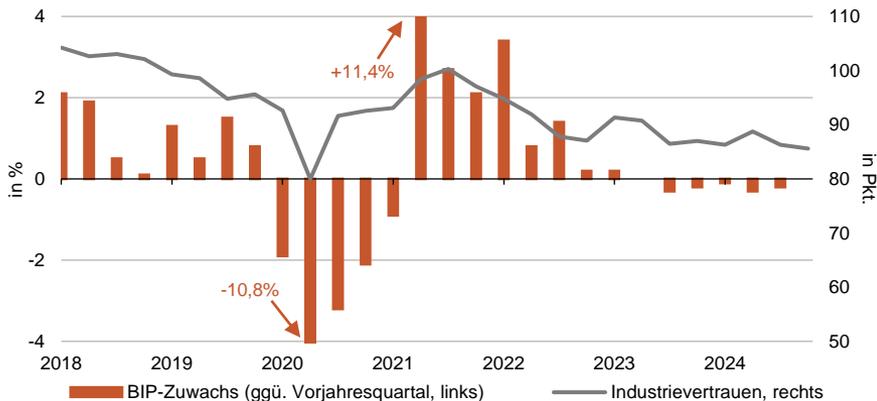


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Neuwahlen in Deutschland eröffnen Chancen

- Die deutsche Wirtschaft tritt seit nunmehr drei Jahren auf der Stelle. Die Gründe sind vielfältig. Die weltweite Nachfrage schwächt weiter und China tritt auf den globalen Märkten zunehmend als Konkurrent auf. Belastend wirken zudem der Arbeitskräftemangel und die überbordende Bürokratie.
- Die EZB-Leitzinssenkungen und steigende Reallöhne werden sich 2025 positiv auswirken. Zudem bieten die Neuwahlen am 23. Februar die Chance, die politische Unsicherheit zu beenden und überfällige Reformen anzugehen. Bis sich dies in den BIP-Wachstumswahlen niederschlägt, wird allerdings noch einige Zeit vergehen - für 2025 rechnen wir mit einem Wachstum von 0,2 %.

Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



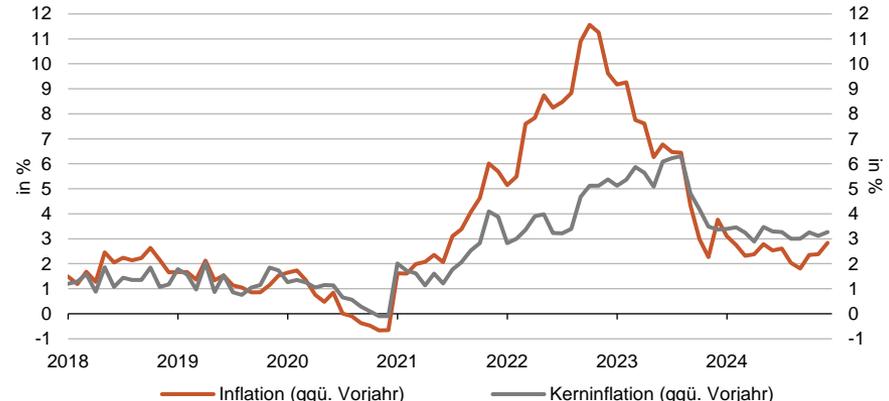
Quelle: Haver

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

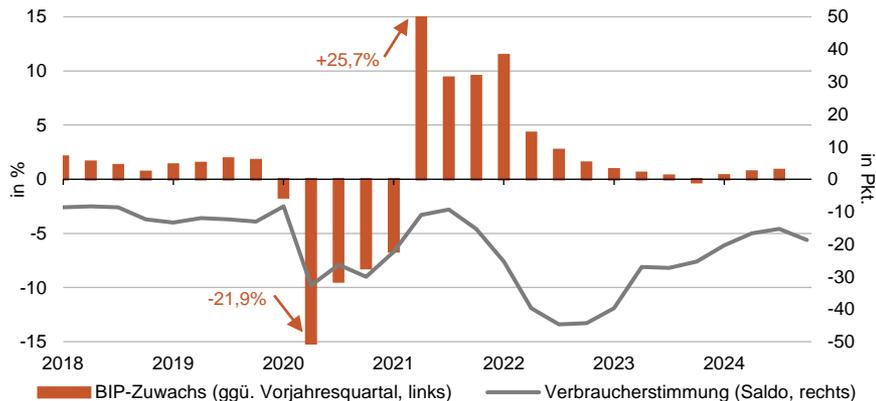
Mehr Wachstum in 2025

- 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.
- 2025 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 %.

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 Dezember bei 3,2 % 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 %.

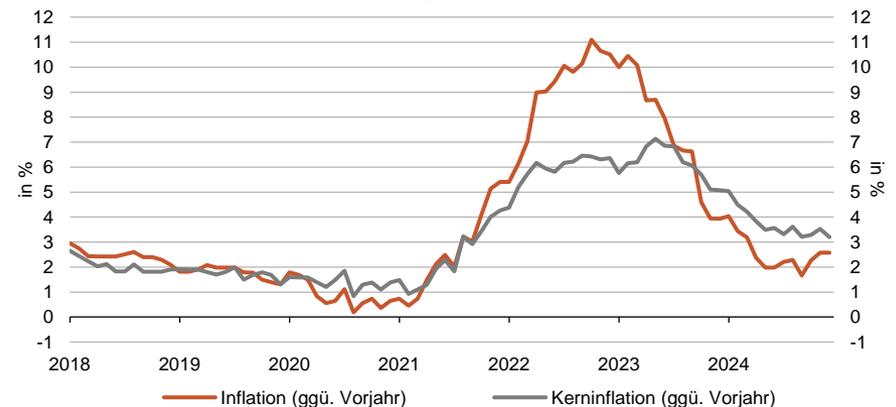
Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

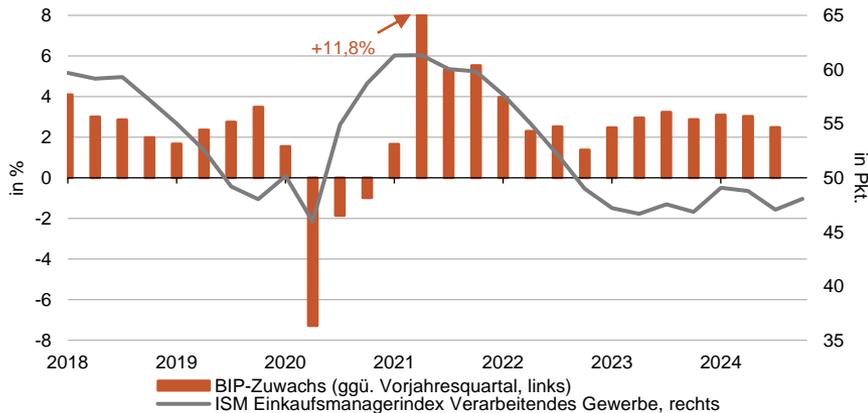


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Trump: Kurzfristige Impulse, aber langfristige Risiken

- Die US-Wirtschaft verliert kaum an Schwung. Die Atlanta Fed rechnet derzeit für Q4 2024 mit einem annualisierten BIP-Wachstum in Höhe von 3,0 % (nach 3,1 in Q3). Auch der Arbeitsmarkt ist sehr stabil. Die Arbeitslosenquote ging im Dezember von 4,2 % auf 4,1 % zurück.
- Trump baut Regulierungen ab und will Steuern senken. Beides ist zunächst gut für die US-Konjunktur. Allerdings werden höhere Zölle und das Abschieben von Einwanderern den Inflationsdruck erhöhen und das Trendwachstum langfristig schwächen. Da ein starker Preisanstieg aber unpopulär wäre, erwarten wir, dass Trump nur einen Teil seiner Drohungen umsetzen und sie stattdessen als Einstieg für Verhandlungen nutzen wird.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



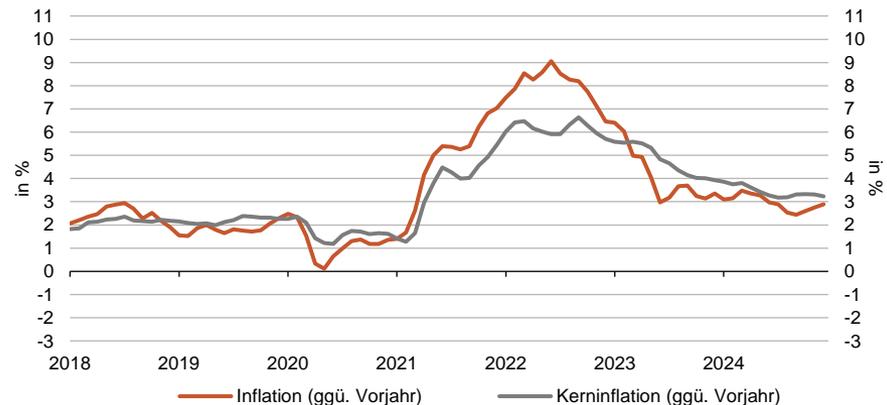
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Für die Fed könnte es das gewesen sein

- Für die Fed verkompliziert sich die Lage durch die Rückkehr Donald Trumps in Weiße Haus derweil. Denn seine Pläne, die Fiskalpolitik zu lockern, hohe Zölle zu erheben und die Einwanderung stark zu begrenzen, würden bei einer Umsetzung inflationstreibend wirken
- Und da die Fed bereits jetzt auf eine robuste Wirtschaft, einen stabilen Arbeitsmarkt und eine immer noch zu hohe Kerninflation blickt, gehen wir davon aus, dass die Fed den Leitzins in diesem Jahr nicht weiter senken wird und die Leitzinspanne bei 4,25 % bis 4,5 % belassen wird.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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. Hier hat der Markt aber teilweise etwas übertrieben und Trump hat bisher zwar mit Zöllen gedroht, diese aber noch nicht verhängt. Der Euro konnte sich dadurch wieder etwas erholen.
- Sollten die konjunkturelle Dynamik in den USA nachlassen oder die Eurozone wie von uns erwartet 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



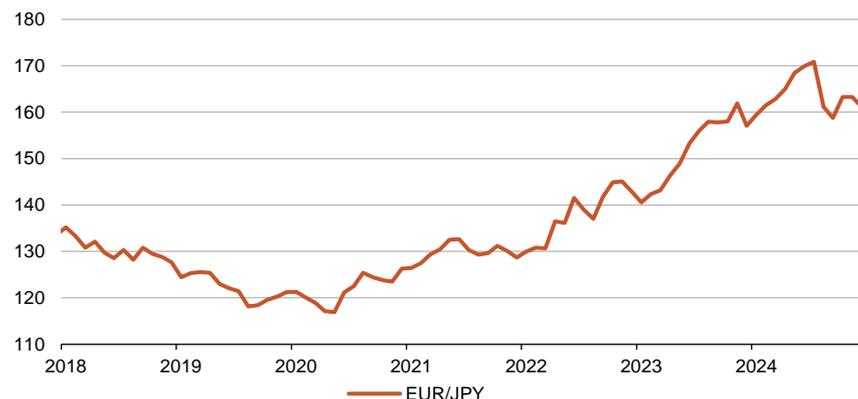
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

BoJ hebt Leitzins auf höchsten Stand seit 17 Jahren

- Die Kerninflation ist in Japan im Dezember um 3,0 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen und damit so stark wie seit 16 Monaten nicht mehr. Die Inflation und das stabile Wirtschaftswachstum ermöglichen es der Bank of Japan (BoJ) die Geldpolitik weiter zu straffen.
- Auf ihrer Sitzung im Januar erhöhte die BoJ den Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 0,5 %. Dies gab dem japanischen Yen zusätzlichen Rückenwind. Für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir mit weiteren vorsichtigen Leitzinserhöhungen und einer Fortsetzung der moderaten Aufwertung des Yen. Bis Ende 2025 rechnen wir mit einem Wechselkurs von 151 Yen je Euro.

Wechselkurs EUR/JPY



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Kapitalmarktprognosen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			27.01.2025	30.06.2025	31.12.2025
Aktienmärkte	USA	S&P 500	5.961	6.200	6.500
		DAX	21.118	21.000	22.000
	Europa	EURO STOXX 50	5.141	5.100	5.300
		MSCI Großbritannien	2.423	2.450	2.600
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
		10 Jahre	4,53	4,70	4,90
	Euroland	Einlagesatz	3,00	2,25	2,25
		10 Jahre*	2,49	2,30	2,50
	Großbritannien	Bank Rate	4,75	4,25	4,25
		10 Jahre	4,59	4,60	4,70
Währungen	USA	EUR/USD	1,05	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	162	154	151

*Bundesanleihen.



Wirtschaftliches Umfeld

	Anteil	BIP				Inflation				Arbeitslosenquote				Saldo Staatshaushalt			
		2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Welt*	100,0	2,6	2,7	2,7	2,4												
USA	26,1	2,8	2,4	2,2	1,8	3,0	2,9	2,6	2,6	4,0	4,1	3,6	3,3	-6,5	-7,5	-7,0	-6,0
China	16,9	5,0	5,0	4,3	3,9	0,2	0,8	1,4	1,9	5,1	5,0	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	2,6	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	-3,2	-3,1	-2,9	-2,4
Deutschland	4,3	-0,2	0,2	1,2	1,0	2,5	2,1	2,1	2,4	3,4	3,6	3,4	3,2	-2,6	-2,3	-2,0	-1,6
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	2,3	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	2,5	3,0	2,7	2,6	4,3	4,4	4,5	4,5	-5,0	-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.