



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 10.03.2025

Makroausblick 2025

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



Wichtige Informationen und Hinweise

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: 10.03.2025

- **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. Angesichts steigender Reallöhne und umfangreicher Leitzinssenkungen rechnen wir jedoch mit einer Beschleunigung des Aufschwungs für den Sommer 2025. Mittelfristig dürften zudem die geplanten umfangreichen Verteidigungsausgaben die Konjunktur im Euroraum stützen. Die größte Gefahr für den Aufschwung in der Eurozone geht von einem Handelskonflikt mit den USA aus. Die US-Wirtschaft zeigt sich derweil weiterhin robust. Präsident Trump könnte kurzfristig einen weiteren Konjunkturimpuls erzeugen, langfristig wird seine Politik aber das US-Trendwachstum belasten. 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:** 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. Mittelfristig werden auf beiden Seiten des Atlantiks strukturelle Gründe wie die demografische Entwicklung und Investitionen in Klimaneutralität die Inflation auf einem höheren Niveau halten. In der Eurozone kommt auch noch der deutliche Anstieg der Militärausgaben hinzu. Langfristig dürfte sich die Inflation daher bei etwa 2,5 % statt bei 2 % einpendeln.
- **Geldpolitik:** Ein Großteil der Zinssenkungen liegt bereits hinter uns. Wir erwarten für die EZB, dass sie den Einlagesatz im Juni ein letztes Mal um 25 Bp. auf 2,25 % senken wird. Für die Fed erwarten wir hingegen keine weiteren Zinssenkungen. Die Bank of England dürfte ihren Leitzins bis zum Sommer auf 4,25 % und bis Anfang 2026 auf 4,00 % senken.
- **Zinsen:** Die umfangreichen Fiskalpakete, die im Euroraum zur Verteidigung geschnürt wurden, haben die Renditen langlaufender Staatsanleihen stark ansteigen lassen. Aufgrund der strukturell höheren Inflation in Europa und den USA gehen wir davon aus, dass die Renditen zukünftig auf dem aktuellen Niveau verharren oder sogar noch weiter 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 Sommer dauern, bevor sich der BIP-Zuwachs weiter beschleunigt. Die größte Gefahr geht von US-Zöllen aus.

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 Einlagesatz 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. Das umfangreiche Fiskalpaket der neuen Regierung wird die Konjunktur voraussichtlich erst ab 2026 beleben. Und für eine nachhaltige Wachstumsbelebung bedarf es darüber hinaus noch umfangreiche Reformen. Für 2025 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 0,1 %, gefolgt von 1,4 % im Jahr 2026.

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.

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.

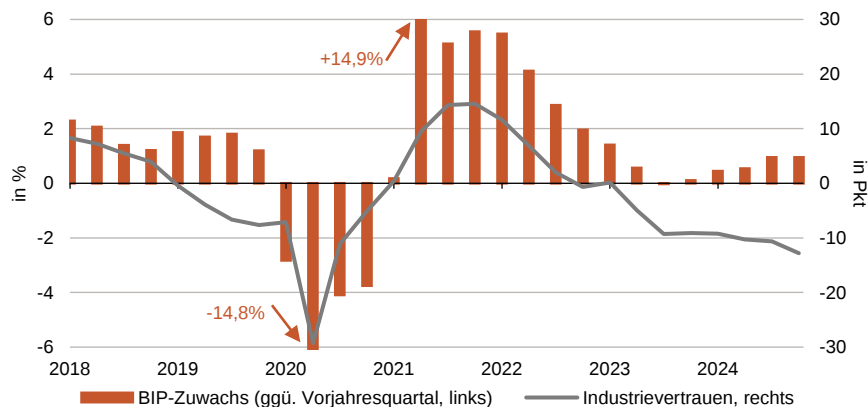
Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

Mehr Wachstum - wenn Trump nicht dazwischenfunk

- Wir erwarten, dass die Konjunktur im Euroraum ab dem Sommer an Fahrt gewinnt. Dazu werden die geldpolitische Lockerung der EZB, die zunehmende Kaufkraft der Verbraucher aufgrund steigender Reallöhne, eine robuste US-Wirtschaft und die Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft beitragen.
- Die größte Gefahr für diesen verhalten positiven Ausblick besteht darin, dass Trump einen Handelskrieg anzettelt. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass sich die USA und Russland über die Köpfe der Ukrainer und der EU hinweg auf einen Diktatfrieden einigen, der den Kontinent destabilisieren würde.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



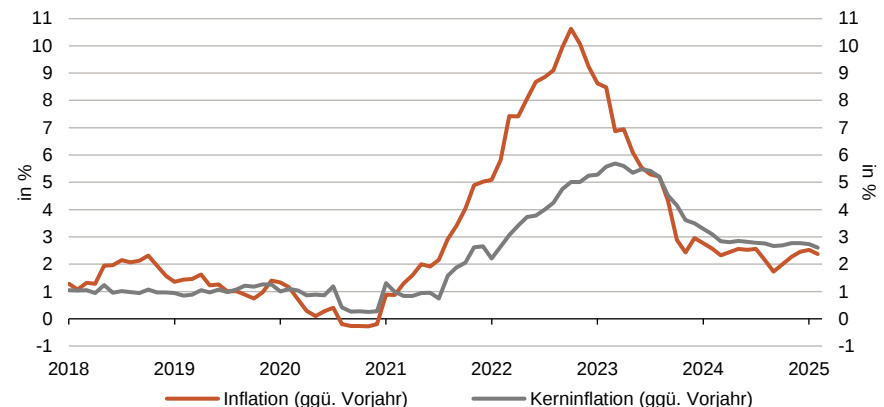
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

EZB hält sich in unsicheren Zeiten alle Optionen offen

- Wie erwartet senkte die EZB am 6. März den Leitzins um 25 Basispunkte auf 2,5 %. Zwar hielten sich die Frankfurter Währungshüter darüber hinaus alle Optionen offen, doch die Tatsache, dass die EZB ihre Geldpolitik nun als „spürbar weniger restriktiv“ bezeichnet, bestärkt uns in unserer Einschätzung, dass es bei der nächsten Sitzung am 17. April zu einer Zinspause kommen wird. Danach dürfte die EZB den Einlagensatz am 5. Juni ein letztes Mal auf dann 2,25 % senken.
- Sollten sich allerdings bis dahin die Wachstumsaussichten für die Eurozone aufgrund der Handelskonflikte mit den USA deutlich eintrüben, könnte die EZB zu weiteren Zinssenkungen gezwungen sein.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 02/2025

Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

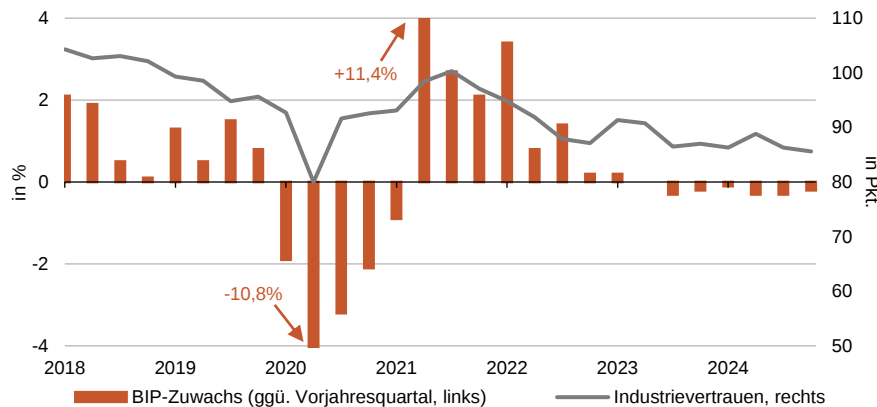
Regierung in spe legt direkt los

- Die Regierung in spe hat die enormen Herausforderungen für Deutschland erkannt und ein umfangreiches Fiskalpaket auf den Weg gebracht. Die erhöhten Ausgaben werden voraussichtlich erst 2026 voll in der Realwirtschaft ankommen, könnten dann aber das BIP über 5 Jahre um 0,2 - 0,3 % erhöhen.
- Darüber hinaus bleibt es aber unerlässlich, dass die neue Regierung nach ihrer Vereidigung die dringend notwendigen Strukturreformen auf den Weg bringt, um die deutsche Wirtschaft nachhaltig auf Wachstumskurs zu bringen.

Trumps Zolldrohungen bleiben das Hauptrisiko

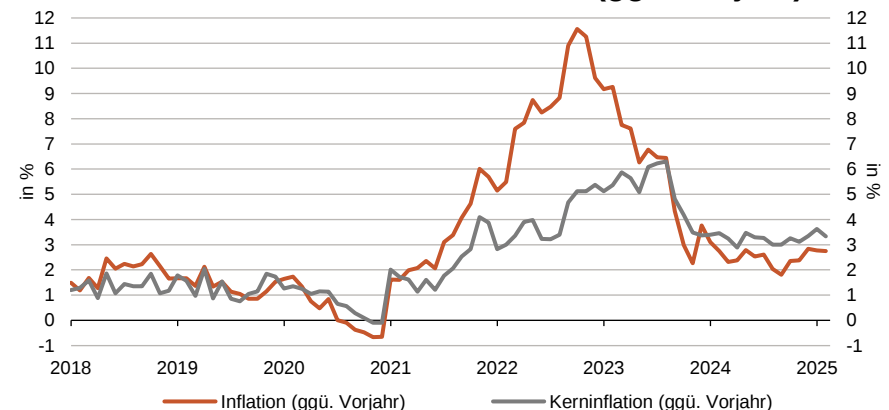
- Fast täglich kündigt Trump neue Zölle an. Die Gefahr für die deutsche Wirtschaft ist groß, denn die USA sind das wichtigste Land für den deutschen Außenhandel. 2023 wurden Güter im Wert von 157,9 Milliarden Euro aus Deutschland in die USA exportiert, das waren wertmäßig 9,9 % der deutschen Exporte.
- Die harmonisierte Inflationsrate bewegte sich im Februar bei 2,8 % erneut seitwärts. Die Kerninflationsrate ging von 3,6 % auf 3,3 % zurück. Aufgrund der geplanten Mehrausgaben der Regierung haben wir unsere Inflationsprognose leicht angehoben. Wir rechnen nun mit 2,4 % in diesem und im nächsten Jahr.

Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



Quelle: Haver

Deutschland harmonisierte Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

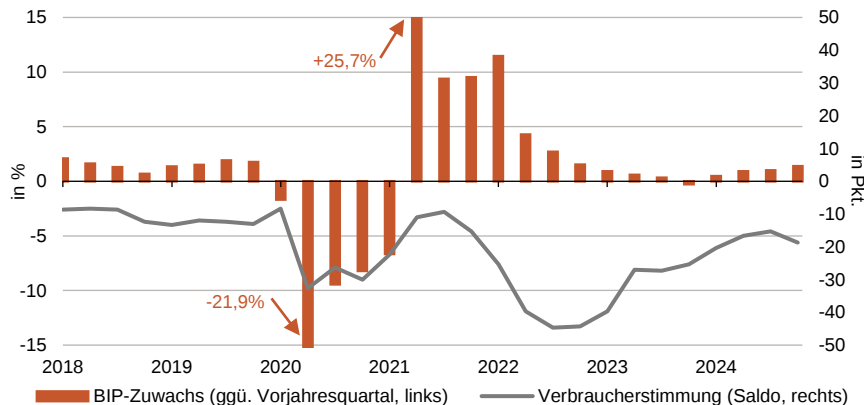
Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

Mini-Wachstum Ende 2024, mehr Schwung 2025

- Die britische Wirtschaft ist im Schlussquartal 2024 um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen. Positiv machten sich insbesondere die gestiegenen Staatsausgaben bemerkbar.
- Für 2025 erwarten wir, dass die britische Wirtschaft weiter an Fahrt gewinnt. Die britische Regierung hat deutliche Ausgabenerhöhungen angekündigt, und die Verbraucher profitieren weiterhin von einem soliden Arbeitsmarkt und steigenden Löhnen. Zudem werden sich die Zinssenkungen des vergangenen Jahres noch deutlicher in der Realwirtschaft bemerkbar machen. Für 2025 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 0,9 %.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



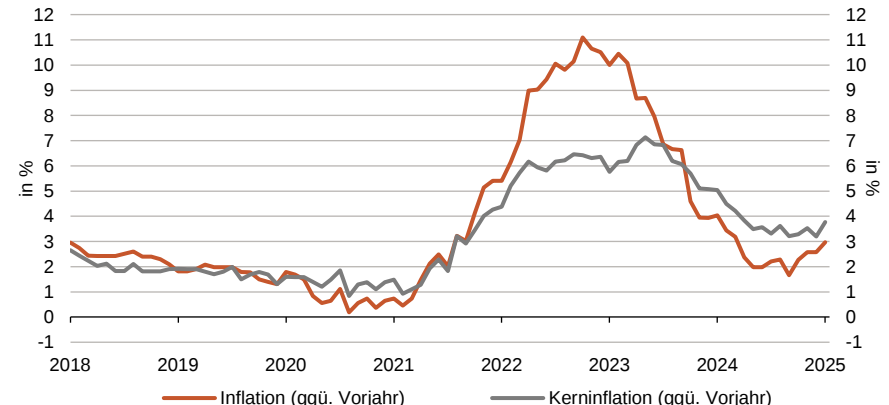
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Inflationsrate wird im Jahresverlauf weiter steigen

- Die Inflationsrate stieg im Januar von 2,5 % auf 3,0 %. Die Teuerung im Dienstleistungssektor lag den fünften Monat in Folge bei rund 5 %. Der weiterhin angespannte Arbeitsmarkt wird den Lohndruck hoch halten, zudem dürften die Energiepreise in den kommenden Monaten im Jahresvergleich wieder steigen. Wir rechnen daher damit, dass sich die Inflationsrate im Jahresverlauf noch weiter steigern wird.
- Wir gehen daher davon aus, dass die Bank of England den Leitzins im Mai nochmals um 25 Basispunkte auf 4,25 % senken wird und danach eine längere Pause einlegt, bevor Anfang 2026 die letzte Zinssenkung auf 4,00 % erfolgt.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



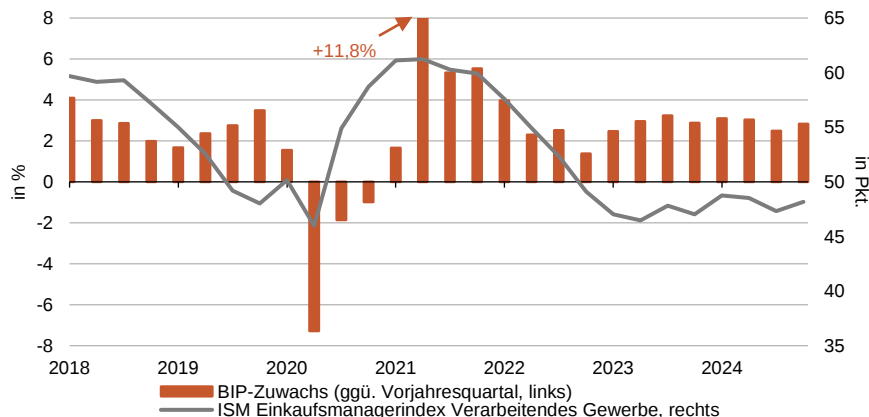
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

US-Wirtschaft brummt, aber Trumps Politik birgt Risiken

- Die US-Konjunktur verliert kaum an Schwung. Das BIP wuchs im vierten Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 2,3 % gegenüber dem Vorquartal und auch wenn einzelne Konjunkturindikatoren zuletzt etwas enttäuscht haben, scheint die US-Wirtschaft insgesamt weiterhin in einer sehr robusten Verfassung zu sein.
- Trump baut Regulierungen ab und will Steuern senken. Beides ist zunächst gut für die US-Wirtschaft. Höhere Zölle, die Ausweisung von Einwanderern und die Aushöhlung der Institutionen unter Trump werden jedoch den Inflationsdruck erhöhen und das Trendwachstum langfristig schwächen.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex

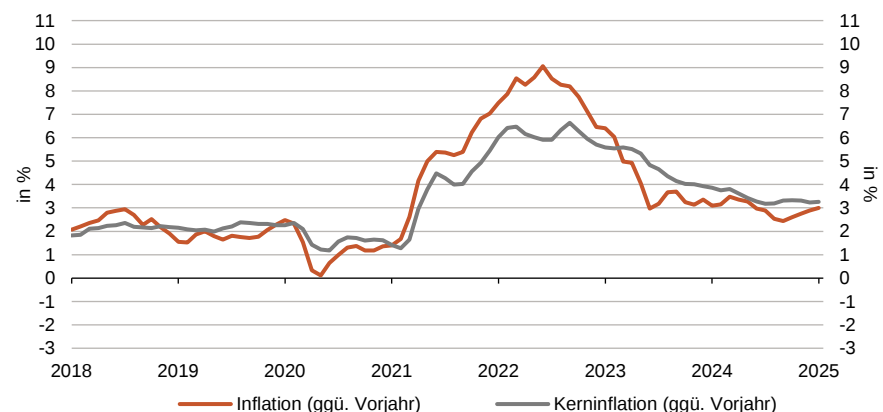


Quelle: Haver

Trump schwingt die Zollkeule

- Sollten tatsächlich Zölle in Höhe von 25 % auf Warenimporte aus Kanada und Mexiko verhängt werden, kombiniert mit Zöllen in Höhe von 20 % auf Importe aus China, gehen wir davon aus, dass dies die Kerninflationsrate in den USA bis Ende 2025 um etwa 0,6 Prozentpunkte ansteigen lassen könnte.
- Darüber hinaus droht Trump mit zusätzlichen Zöllen. Dies wären schlechte Nachrichten für die Fed, da sich die Kerninflation bereits jetzt seit einem Dreivierteljahr auf einem Niveau von knapp über 3 % seitwärts bewegt. Wir gehen daher davon aus, dass die US-Notenbank die Leitzinsspanne bei 4,25 - 4,50 belassen und keine weiteren Zinssenkungen vornehmen wird.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

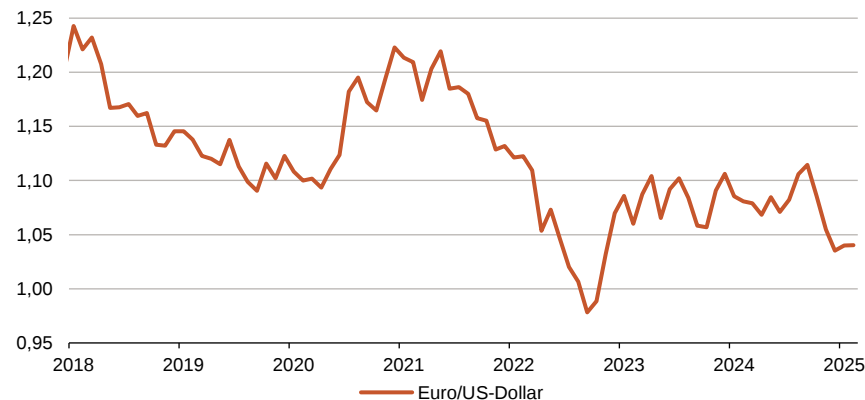
Marktentwicklung

Geld & Währung

Euro gewinnt gegenüber dem Dollar deutlich an Boden

- Dies liegt zum einen daran, dass sich der Devisenmarkt zunehmend die Frage zu stellt, mit wie vielen Verbündeten und Handelspartnern sich Präsident Trump gleichzeitig anlegen kann, ohne dass auch die US-Wirtschaft mittelfristig Schaden nimmt.
- Zum anderen haben die geplanten umfangreichen Fiskalpakete in der Eurozone dem Euro Rückenwind verliehen. Die anhaltende konjunkturelle Erholung im Euroraum und die Aufbruchstimmung in Deutschland dürften die Gemeinschaftswährung in den kommenden Monaten weiter stützen. Viel wird am Devisenmarkt aber auch von der weiteren Entwicklung der Handelskonflikte abhängen.

Wechselkurs EUR/USD



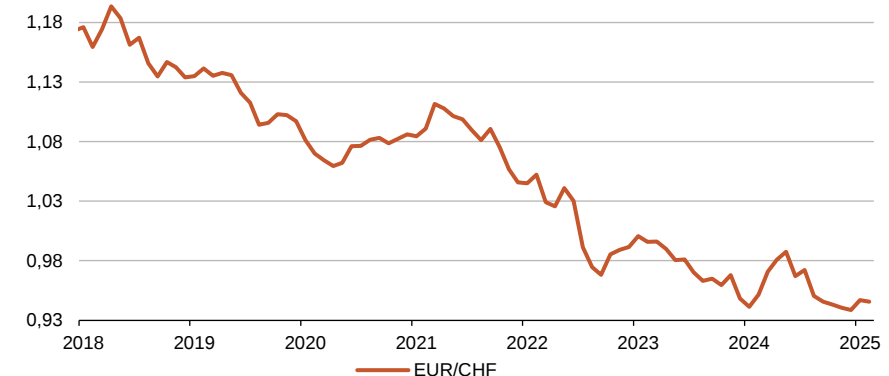
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 02/2025

SNB versucht die Inflation zu beleben

- Die Schweizerische Nationalbank versucht der niedrigen Inflation und dem starken Franken entgegenzuwirken und könnte den Leitzins am 20. März erneut um 25 Bp. auf 0,25 % senken. Danach ist der Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik aber begrenzt.
- Eine direkte Intervention am Devisenmarkt wäre eine Alternative, birgt aber wiederum die Gefahr, von den USA als Währungsmanipulator bezeichnet zu werden. Da aber auch die EZB ihren Leitzins in diesem Jahr nur noch geringfügig senken dürfte, erwarten wir mittelfristig eine Seitwärtsbewegung des Euro-Franken-Wechselkurses in etwa auf dem aktuellen Niveau.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 02/2025

Kapitalmarktprognosen

			Aktuell	Prognose	
			10.03.2025	30.06.2025	31.12.2025
Aktienmärkte	USA	S&P 500	5.702	6.200	6.500
		DAX	22.811	21.000	22.000
	Europa	EURO STOXX 50	5.425	5.100	5.300
		MSCI Großbritannien	2.480	2.450	2.600
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
		10 Jahre	4,25	4,70	4,90
	Euroland	Einlagesatz	2,50	2,25	2,25
		10 Jahre*	2,81	2,80	2,80
	Großbritannien	Bank Rate	4,50	4,25	4,25
		10 Jahre	4,62	4,60	4,70
Währungen	USA	EUR/USD	1,08	1,09	1,10
	Schweiz	EUR/CHF	0,95	0,95	0,95
	Großbritannien	EUR/GBP	0,84	0,84	0,85
	Japan	EUR/JPY	159	158	154

*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	2,8	2,7	2,4												
USA	26,1	2,8	2,6	2,2	1,8	3,0	2,9	2,6	2,6	4,0	4,1	3,6	3,3	-6,9	-7,0	-6,8	-6,5
China	16,9	5,0	5,0	4,3	3,9	0,2	0,7	1,4	1,9	5,1	5,0	4,8	4,8	-7,4	-6,0	-6,0	-6,5
Japan	4,0	0,1	1,2	1,0	1,0	2,7	2,7	1,7	1,7	2,5	2,4	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	1,1	1,2	1,6	1,5												
Eurozone	14,8	0,8	1,0	1,6	1,5	2,4	2,3	2,3	2,5	6,4	6,3	5,9	5,4	-3,3	-3,4	-3,3	-3,0
Deutschland	4,3	-0,2	0,1	1,4	1,4	2,5	2,3	2,4	2,5	3,4	3,6	3,4	3,0	-2,8	-3,1	-3,2	-3,2
Frankreich	2,9	1,1	0,5	1,0	1,2	2,3	1,1	1,9	2,3	7,4	7,3	7,1	6,8	-6,1	-6,0	-5,4	-4,5
Italien	2,2	0,5	0,7	1,2	0,9	1,1	2,2	2,1	2,4	6,5	6,2	6,0	5,8	-4,5	-3,7	-2,9	-2,4
Spanien	1,5	3,2	2,5	2,3	2,4	2,9	3,1	2,2	2,4	11,4	10,1	9,5	8,9	-3,2	-3,0	-2,6	-2,4
Portugal	0,3	1,9	2,5	2,3	2,2	2,7	1,8	2,2	2,4	6,5	6,0	5,6	5,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3,2	0,9	0,9	1,4	1,4	2,5	3,7	3,0	2,2	4,3	4,6	4,6	4,6	-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.