



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 24.02.2025

## 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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 24.02.2025

- **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 Konjunkturimpuls 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:** Ein Großteil der Zinssenkungen liegt bereits hinter uns. Wir erwarten, dass die EZB den Einlagenzins bis zum Sommer 2025 auf 2,25 % senken wird. Für die Fed erwarten wir hingegen, dass sie den Leitzins auf dem aktuellen Niveau von 4,25 % bis 4,50 % belassen wird. Die Bank of England dürfte hingegen ihren Leitzins bis zum Sommer auf 4,25 % und bis Anfang 2026 auf 4,00 % senken.
- **Zinsen:** Die auf den letzten Metern unerwartet hartnäckige Inflation und die Erkenntnis der Märkte, dass die Zentralbanken die Zinsen wohl doch nicht so stark senken werden wie zuvor erwartet, lassen die Renditen langlaufender Staatsanleihen in den großen Industrieländern auf einem höheren Niveau verharren als Ende 2024. 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 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 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 minimalen Wachstum des BIP um 0,1 %.

## 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

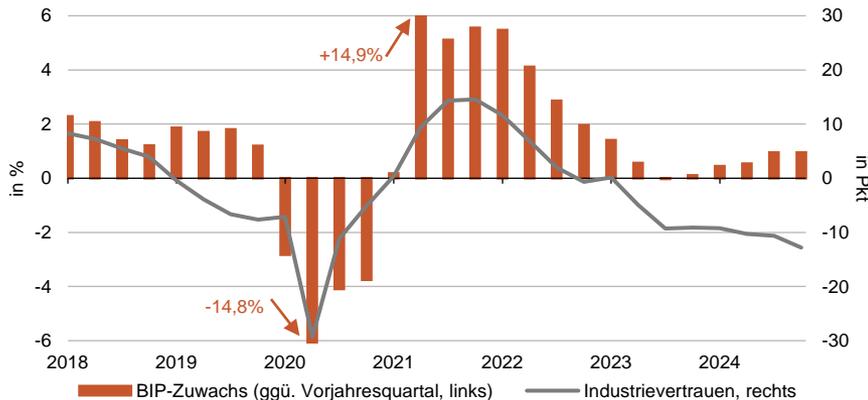
### Mehr Wachstum - wenn Trump nicht dazwischenfunk

- 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.

### Bis Ende Q2 wahrscheinlich noch 2 EZB-Zinsschritte

- 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.
- Am 30. Januar senkte die EZB den Leitzins erneut um 25 Basispunkte. Bis Juni ist mit zwei weiteren Schritten in gleicher Höhe zu rechnen, bevor die Konjunktur im Euroraum wieder etwas an Fahrt gewinnt und die EZB ihre geldpolitische Lockerung voraussichtlich bei einem Einlagensatz von 2,25 % beenden wird.

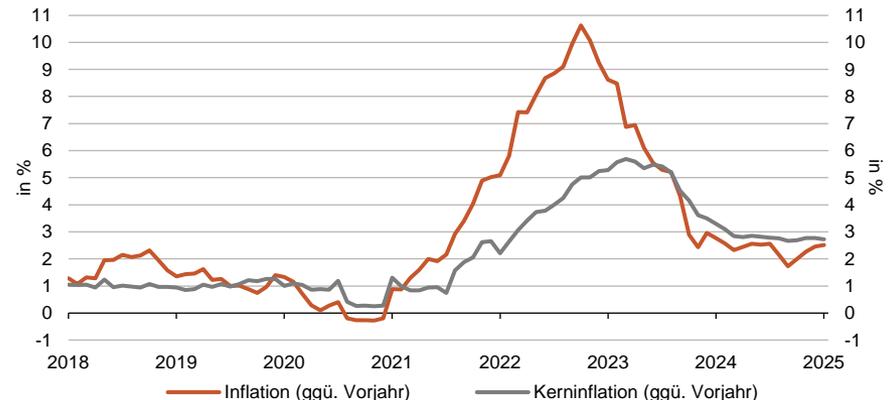
### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

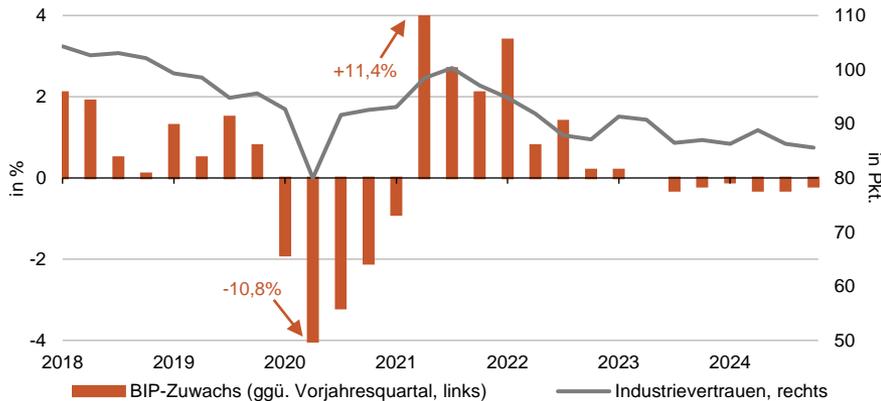
# Deutschland

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### Neue Bundesregierung muss Reformen angehen

- 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 besteht die Hoffnung, dass die neue Regierung überfälligen Reformen angeht. Eine Zwei-Drittel-Mehrheit für eine Reform der Schuldenbremse wird jedoch schwer zu finden sein und so wird auch die neue Bundesregierung nur einen begrenzten Fiskalspielraum haben.

### Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



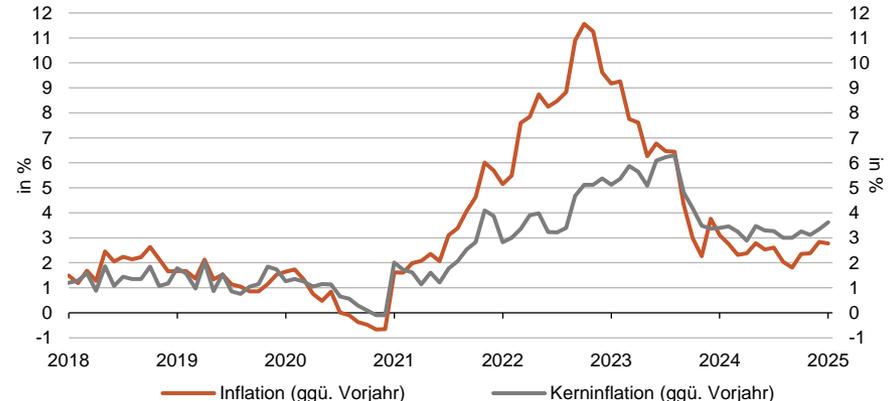
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

### 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 Januar bei 2,8 % seitwärts. Die Kerninflation erhöhte sich deutlich von 3,3 % auf 3,6%. Dieser Effekt dürfte jedoch auf die Neugewichtung des Warenkorbs zur Berechnung der Inflation zurückzuführen sein.

### Deutschland harmonisierte Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

# Großbritannien

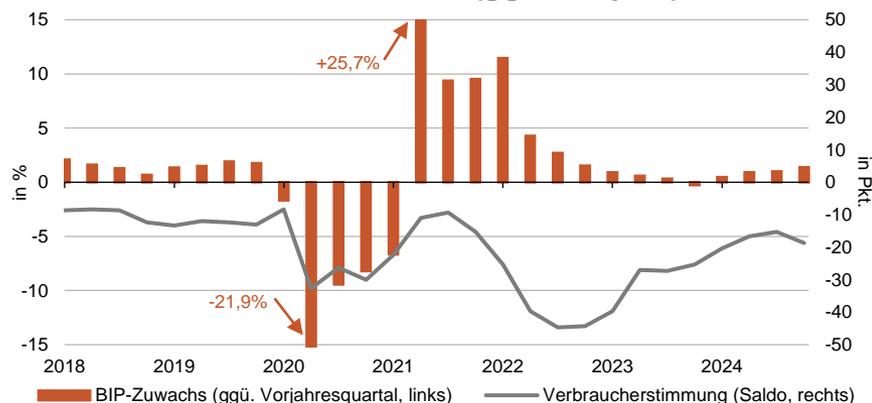
## Konjunktur- und Preisentwicklung



### 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 1,0 %.

### Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



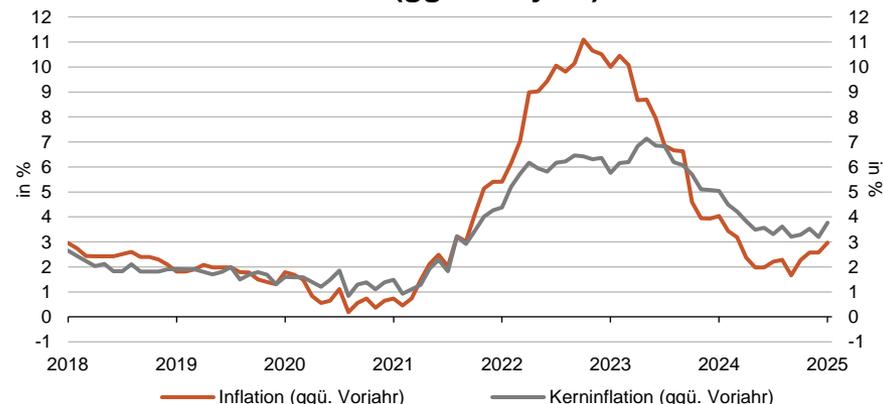
Quelle: Haver

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)



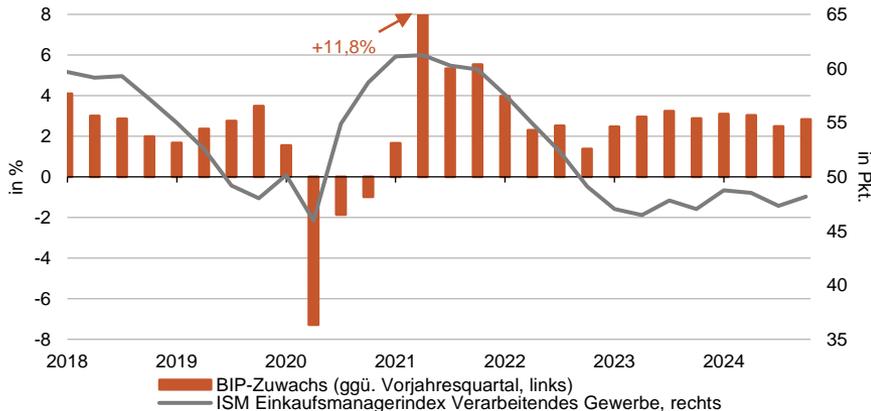
Quelle: Haver

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. Während die Wirtschaft vor allem dank des stabilen Konsums weiter brummt, bleibt der Arbeitsmarkt stabil. Die Arbeitslosenquote sank im Januar von 4,1 % auf 4,0 %.
- 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



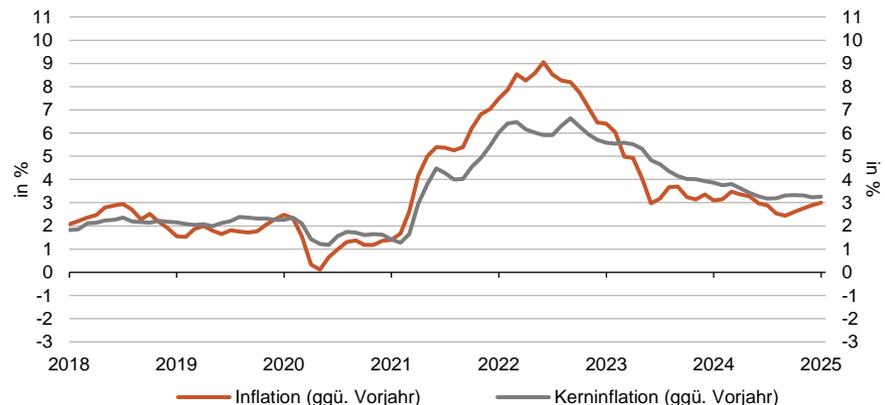
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

### Zölle beerdigen weitere Zinssenkungsphantasien

- Das robuste Konjunkturbild wird von einer Kerninflationsrate begleitet, die sich seitwärts bei über 3 % bewegt und damit deutlich über dem Inflationsziel der Fed von 2 % liegt. Während diese Umstände an sich schon eine weitere Lockerung der Geldpolitik in Frage stellen würden, schwingt Präsident Trump nun im großen Stil die Zollkeule.
- Sollten die umfangreichen Zolldrohungen tatsächlich umgesetzt werden, wäre dies der letzte Sargnagel für weitere Zinssenkungsphantasien. Wir gehen daher davon aus, dass die Fed den Leitzins in diesem Jahr nicht weiter senken und die Leitzinsspanne bei 4,25 % bis 4,5 % belassen wird.

### USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

# Marktentwicklung

## Geld & Währung



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Politik bestimmt den Euro-Dollarkurs

- Insbesondere die Zolldrohungen und die damit verbundenen Aussicht, dass die Fed kaum noch Spielraum hat den Leitzins weiter abzusenken, hat den Greenback zuletzt Rückenwind verliehen.
- Angesichts der niedrigen Erwartungen für die Eurozone bräuchte es nicht viel, um positiv zu überraschen und dem Euro Rückenwind zu verleihen. Kleine Pflänzchen der Zuversicht gibt es bereits. In Frankreich wurde nach zähem Ringen ein Haushalt verabschiedet und die Wahlen in Deutschland wecken Reformhoffnungen. Zudem dürfte die Konjunktur in der Eurozone bis zum Sommer etwas an Schwung gewinnen, was auch dem Euro etwas Auftrieb geben könnte.

### Wechselkurs EUR/USD



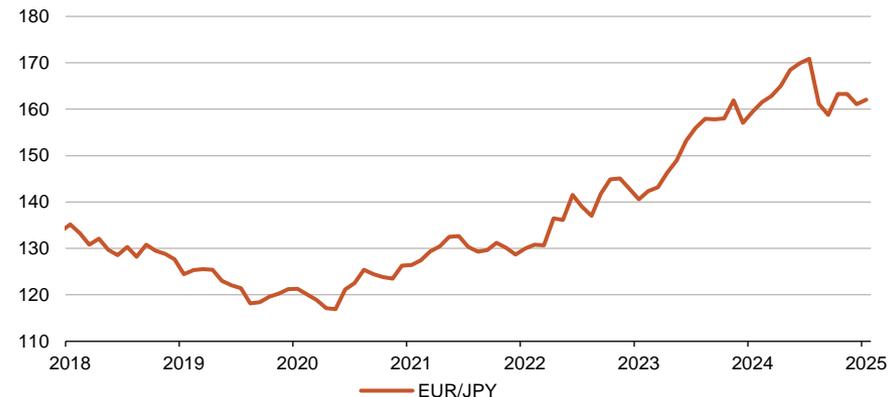
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

### Japanischer Konjunkturaufschwung stützt den Yen

- Die japanische Wirtschaft ist im Schlussquartal 2024 mit 0,7 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen und hat damit die Erwartungen übertroffen. Die Kerninflationsrate stieg derweil im Januar auf 3,2 % und damit auf den höchsten Stand seit 19 Monaten.
- Die solide konjunkturelle Entwicklung und die weiter steigende Inflation bereiten den Boden für die Bank of Japan (BOJ), um ihren Zinserhöhungszyklus weiter fortzusetzen. Die abnehmende Zinsdifferenz zur EZB und Fed dürfte dem Yen bis 2025 weiteren Rückenwind verleihen. Für Ende 2025 erwarten wir einen Euro/Yen-Kurs von 151.

### Wechselkurs EUR/JPY



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

# Kapitalmarktprognosen



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			24.02.2025	30.06.2025	31.12.2025
<b>Aktienmärkte</b>	USA	<b>S&amp;P 500</b>	6.034	6.200	6.500
		<b>DAX</b>	22.352	21.000	22.000
	Europa	<b>EURO STOXX 50</b>	5.454	5.100	5.300
		<b>MSCI Großbritannien</b>	2.469	2.450	2.600
<b>Rentenmärkte</b>	USA	<b>Fed Funds</b>	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
		<b>10 Jahre</b>	4,42	4,70	4,90
	Euroland	<b>Einlagesatz</b>	2,75	2,25	2,25
		<b>10 Jahre*</b>	2,45	2,30	2,50
	Großbritannien	<b>Bank Rate</b>	4,50	4,25	4,25
		<b>10 Jahre</b>	4,56	4,60	4,70
<b>Währungen</b>	USA	<b>EUR/USD</b>	1,05	1,06	1,08
	Schweiz	<b>EUR/CHF</b>	0,94	0,94	0,95
	Großbritannien	<b>EUR/GBP</b>	0,83	0,85	0,86
	Japan	<b>EUR/JPY</b>	156	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
<b>Welt*</b>	100,0	2,6	2,8	2,7	2,4												
<b>USA</b>	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
<b>China</b>	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
<b>Japan</b>	4,0	0,1	1,2	1,0	1,0	2,7	2,7	1,7	1,7	2,5	2,3	2,3	2,3	-4,3	-3,7	-2,5	-1,3
<b>Indien</b>	3,4	7,0	6,5	6,5	6,0									-7,8	-7,5	-7,5	-7,0
<b>Lateinamerika</b>	6,3	2,2	2,5	2,5	2,3									-4,5	-4,0	-4,0	-3,5
<b>Europa</b>	24,3	1,0	1,2	1,6	1,4												
<b>Eurozone</b>	14,8	0,7	1,0	1,5	1,3	2,4	2,3	2,2	2,4	6,4	6,4	6,1	5,7	-3,2	-3,1	-2,9	-2,4
<b>Deutschland</b>	4,3	-0,2	0,1	1,2	1,0	2,5	2,2	2,1	2,4	3,4	3,5	3,4	3,1	-2,6	-2,3	-2,0	-1,6
<b>Frankreich</b>	2,9	1,1	0,5	1,0	1,2	2,3	1,9	2,1	2,4	7,5	7,8	7,6	7,3	-6,1	-6,0	-5,4	-4,5
<b>Italien</b>	2,2	0,5	0,7	1,2	0,9	1,1	2,1	2,1	2,3	6,5	6,2	6,0	5,8	-4,5	-3,7	-2,9	-2,4
<b>Spanien</b>	1,5	3,2	2,5	2,3	2,4	2,9	2,9	2,3	2,4	11,3	10,3	9,7	9,1	-3,2	-3,0	-2,6	-2,4
<b>Portugal</b>	0,3	1,9	2,5	2,3	2,2	2,7	1,9	2,2	2,4	6,5	6,2	5,8	5,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Anderes Westeuropa</b>																	
<b>Großbritannien</b>	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
<b>Schweiz</b>	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
<b>Schweden</b>	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
<b>Osteuropa</b>																	
<b>Russland</b>	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
<b>Türkei</b>	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.