



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 24.03.2025

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: 24.03.2025

- **Konjunktur und Wachstum:** Die konjunkturelle Lage in der Eurozone ist derzeit zweigespalten. Im Gegensatz zu dem kräftigen Aufschwung in Teilen Südeuropas 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:** Insbesondere in den USA und Großbritannien könnten die Inflationsraten noch einige Zeit über dem Ziel der Notenbanken von 2 % liegen. 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 unter anderem für Verteidigungsausgaben 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 wieder 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. Wie rechnen damit, dass die EZB in Q2 den Einlagesatz auf 2,25 % senkt.

USA

Die US-Wirtschaft brummt weiter und verliert kaum an Schwung. Kurzfristig dürfte sie unter Trump von Steuersenkungen und einer gewissen Deregulierung profitieren. Mittelfristig werden jedoch höhere Einfuhrzölle, Vergeltungsmaßnahmen anderer Länder und eine mögliche Aushöhlung der Institutionen unter Trump das Trendwachstum in den USA schwächen. Die Fed sieht sich mit einer robusten Konjunktur, 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 und dem Arbeitskräftemangel. Positiv wird sich auswirken, dass durch die Neuwahlen die politische Unsicherheit abgenommen hat. Hinzu kommt das umfangreiche Fiskalpaket der Regierung inspe, das allerdings erst ab 2026 die Konjunktur stützen dürfte. Für eine nachhaltige Wachstumsbelebung sind zudem umfangreiche Reformen notwendig. Für 2025 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 0,2 %, 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

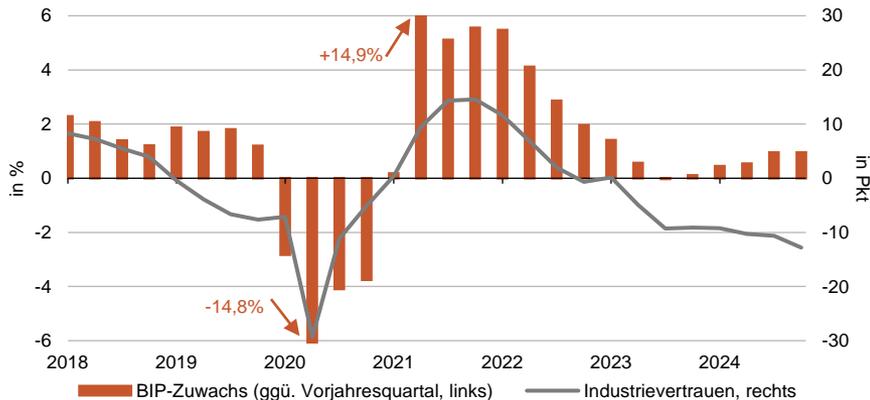


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Expansionskurs - wenn Trump nicht dazwischenfunk

- Eigentlich sind die Ampeln in der Eurozone zuletzt auf Grün gesprungen. Frankreich hat einen Haushalt verabschiedet und Deutschland dürfte bald wieder eine funktionierende Regierung haben. Für konjunkturellen Rückenwind sorgen zudem die Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) und die Tatsache, dass die Löhne im Euroraum seit geraumer Zeit stärker steigen als die Preise.
- Die größte Gefahr für den weiterhin positiven Ausblick besteht darin, dass der Handelskonflikt mit den USA weiter eskaliert. Neben den bereits verhängten Zöllen von 25% auf Stahl und Aluminium droht Trump mit weiteren Einfuhrabgaben.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



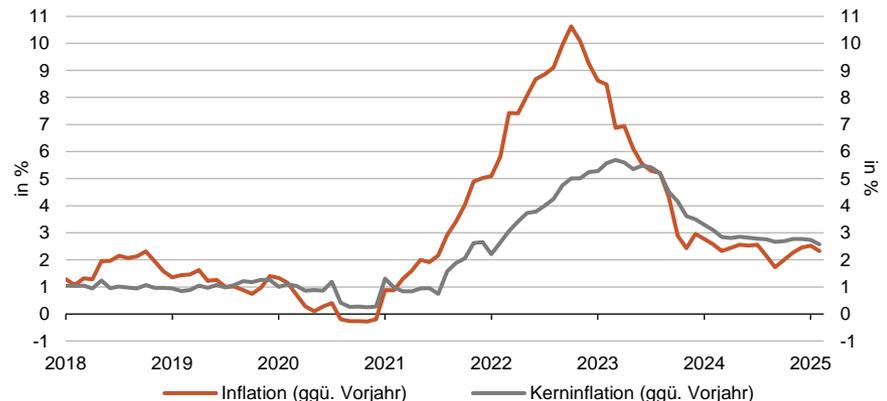
Quelle: Haver

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 Einlagesatz am 5. Juni ein letztes Mal auf dann 2,25 % senken.
- Sollten sich allerdings bis dahin die Konjunkturaussichten für die Eurozone aufgrund der Handelskonflikte mit den USA deutlich eintrüben, könnte sich die EZB zu weiteren Zinssenkungen gezwungen sehen.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 02/2025

Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung

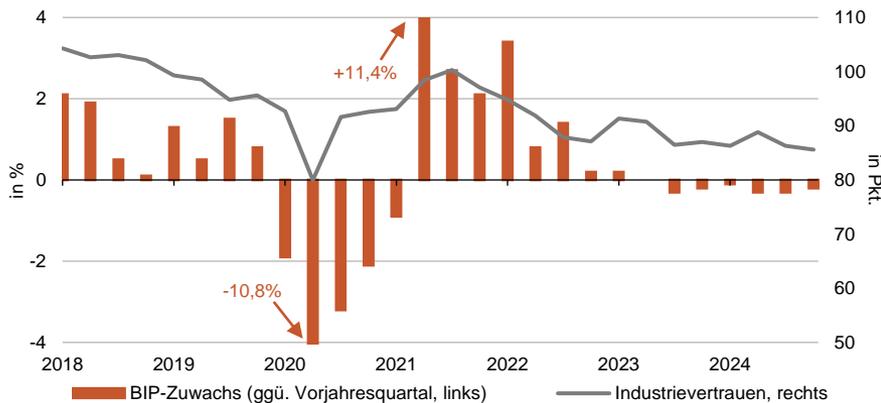


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Ausgabenlokomotive statt SpARBremse

- Die Regierung in spe hat eine umfassende Reform der Schuldenbremse durchgesetzt. Dieses umfasst Regelausnahmen für Verteidigungsausgaben, ein Sondervermögen von 500 Milliarden Euro für Infrastrukturausgaben und mehr Spielraum für die Länder bei der Verschuldung.
- Der Fiskalimpuls dürfte zwar erst ab 2026 voll in der Realwirtschaft ankommen, könnte dann aber das deutsche BIP-Wachstum über fünf Jahre um 0,2 - 0,3 Prozentpunkte erhöhen. Voraussetzung ist allerdings, dass die neue Bundesregierung neben dem Ausgabenpaket auch dringend notwendige Strukturenreformen auf den Weg bringt.

Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



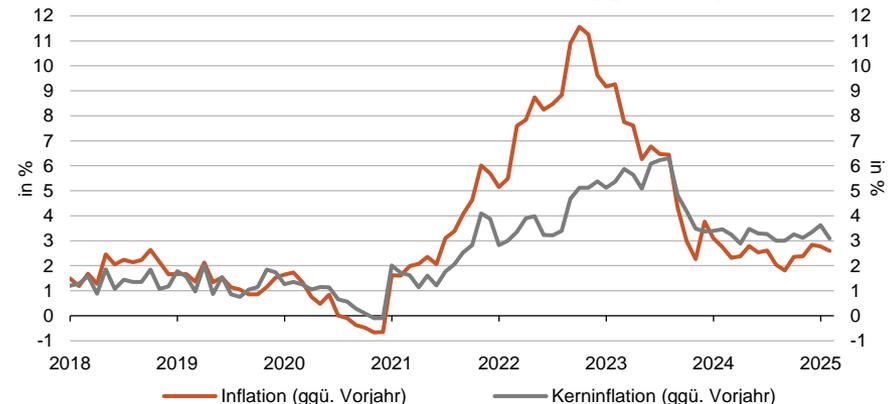
Quelle: Haver

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. 2024 wurden Güter im Wert von 16,1 Milliarden Euro aus Deutschland in die USA exportiert, das waren wertmäßig 10,4 % der deutschen Exporte.
- Die harmonisierte Inflationsrate ist im Februar von 2,8 % auf 2,6 % gefallen. Die Kerninflationsrate ging von 3,6 % auf 3,1 % zurück. Auch aufgrund der geplanten Mehrausgaben der Regierung dürfte die Inflation in den kommenden Jahren erhöht bleiben. Wir rechnen mit 2,1 % in diesem und 2,4 % im nächsten Jahr.

Deutschland harmonisierte Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 02/2025

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

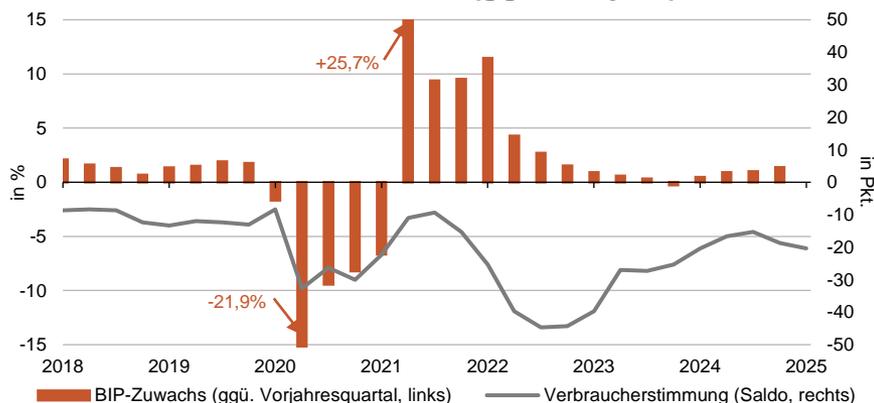
Binnennachfrage stark, Ausfuhren schwach

- Während die Binnennachfrage weiterhin robust ist, wird das Wirtschaftswachstum vor allem von den schwachen Ausfuhren belastet. Hohe Lohn- und Energiekosten verschlechtern die Wettbewerbsfähigkeit britischer Exporteure.
- Wir rechnen aber damit, dass die Konjunktur im Jahresverlauf an Schwung gewinnt. Denn die britische Regierung hat deutliche Ausgabenerhöhungen angekündigt, und die Verbraucher profitieren weiterhin von einem soliden Arbeitsmarkt und steigenden Löhnen. Zudem werden sich die Zinssenkungen noch deutlicher in der Realwirtschaft bemerkbar machen. Für 2025 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 0,9 %.

Inflationsrate wird im Jahresverlauf weiter steigen

- Der weiterhin angespannte Arbeitsmarkt wird den Lohndruck in Großbritannien hoch halten, zudem dürften die Energiepreise in den kommenden Monaten im Jahresvergleich wieder steigen. Wir rechnen daher damit, dass die Inflationsrate im Jahresverlauf erneut zulegen wird – auf über 4 % im zweiten Halbjahr.
- Die Bank of England hat aufgrund der anhaltenden Inflationsorgen den Leitzins am 20. März bei 4,50 % belassen. Wir erwarten zunächst nur einen weiteren Schritt um 25 Basispunkte im Mai und danach eine längere Pause, bevor Anfang 2026 die letzte Zinssenkung auf 4,00 % erfolgt.

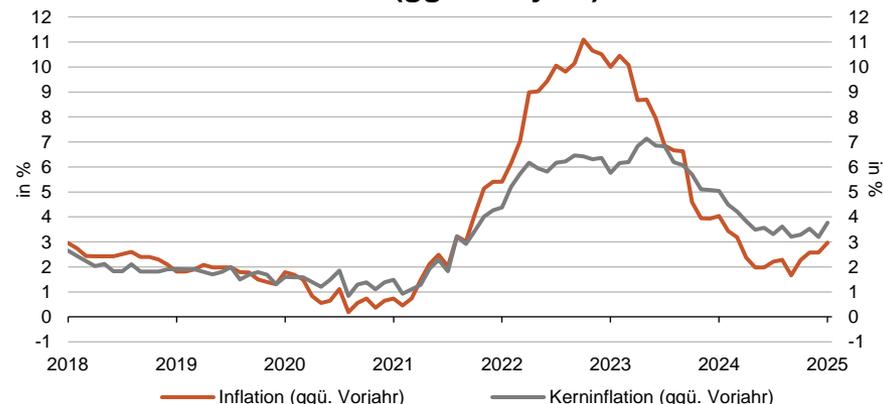
Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

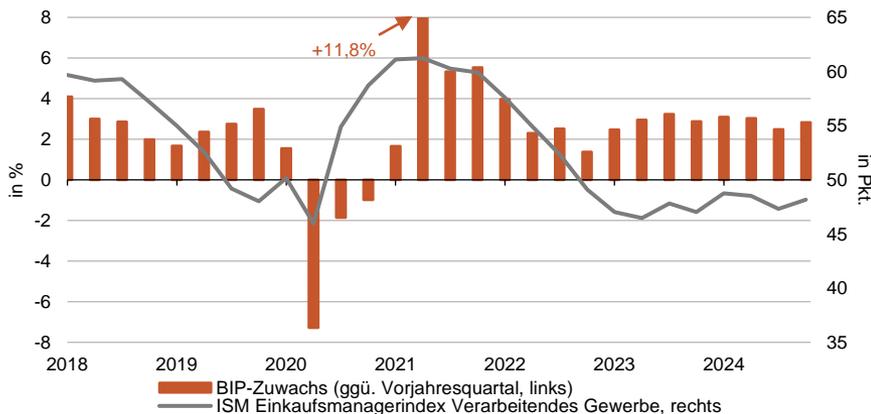
Wirtschaft stabil, aber Trumps Politik birgt Risiken

- Auch wenn einzelne ökonomische Stimmungsindikatoren und Unternehmenszahlen zuletzt etwas enttäuscht haben, zeigt sich die US-Wirtschaft insgesamt weiterhin recht robust. Die neue Regierung baut Regulierungen ab und will Steuern senken. Beides kann kurzfristig die Konjunktur weiter stützen.
- Die aggressive Einwanderungs- und Handelspolitik stiftet jedoch Unruhe und birgt mittelfristig deutliche Risiken für die US-Wirtschaft. Wir rechnen daher damit, dass sich das Wachstum in den kommenden Jahren abschwächen wird.

Die Fed hat derzeit keinen Grund sich zu bewegen

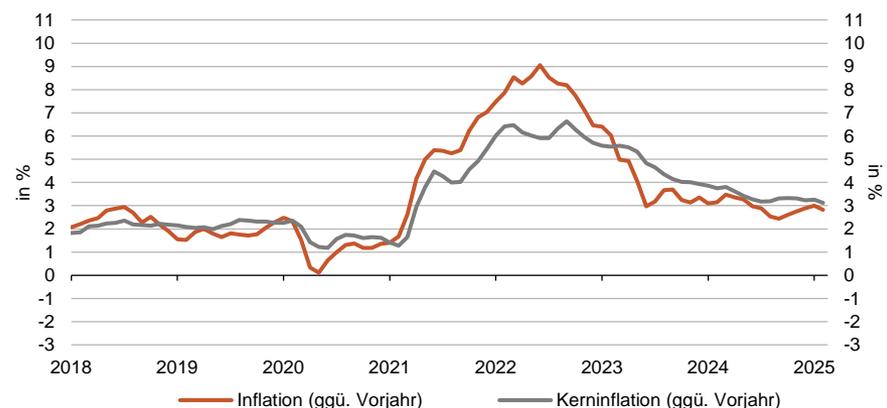
- Die Kerninflation ist zwar im Februar von 3,3 auf 3,1 % gesunken, bewegt sich aber seit einem Dreivierteljahr mehr oder weniger seitwärts.
- Dies allein wäre Grund genug für die Fed, die Geldpolitik nicht weiter zu lockern. Hinzu kommt, dass die Zoll- und Einwanderungspolitik unter Trump die Inflation im Laufe des Jahres zusätzlich anheizen könnte. Die Fed hat daher auf ihrer Sitzung am 19. März die Leitzinsspanne bei 4,25 % bis 4,50 % belassen und wir rechnen auch für den restlichen Jahresverlauf nicht mit weiteren Zinssenkungen.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Quelle: Haver

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Marktentwicklung

Geld & Währung

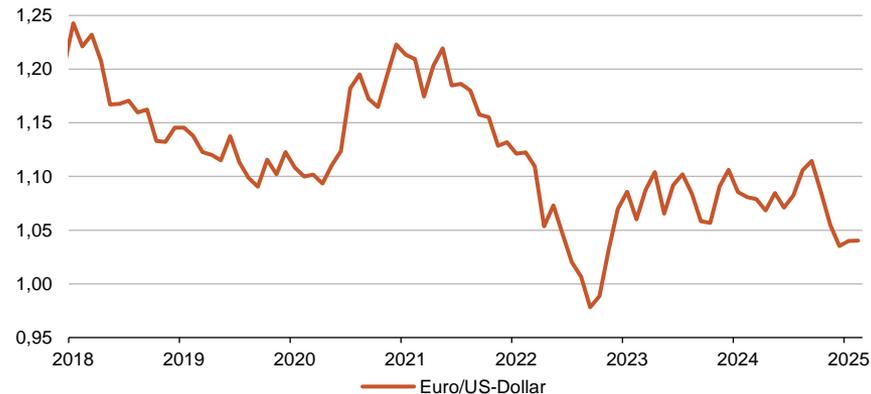


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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



Schweiz bewegt sich weiter in Richtung Nullzins

- Im Kampf gegen die niedrige Inflation und den starken Franken hat die Schweizerische Nationalbank am 20. März den Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 0,25 % gesenkt. Der Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik ist jetzt jedoch begrenzt.
- Eine direkte Intervention am Devisenmarkt wäre eine Alternative, birgt aber wiederum die Gefahr, von den USA als Wahrungsmanipulator 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



Kapitalmarktprognosen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			24.03.2025	31.12.2025	30.06.2026
Aktienmärkte	USA	S&P 500	5.762	6.000	6.400
		DAX	23.124	24.000	26.000
	Europa	EURO STOXX 50	5.465	5.700	6.000
		MSCI Großbritannien	2.473	2.600	2.750
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
		10 Jahre	4,29	4,80	4,90
	Euroland	Einlagesatz	2,50	2,25	2,25
		10 Jahre*	2,79	2,80	2,90
	Großbritannien	Bank Rate	4,50	4,25	4,00
		10 Jahre	4,72	4,70	4,70
Währungen	USA	EUR/USD	1,09	1,10	1,13
	Schweiz	EUR/CHF	0,96	0,95	0,95
	Großbritannien	EUR/GBP	0,84	0,85	0,86
	Japan	EUR/JPY	163	154	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	0.6	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	1.1	1.0	1.0	2.7	2.6	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	2.1	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	0.2	1.4	1.4	2.5	2.1	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	1.0	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	0.8	1.2	0.9	1.1	2.1	2.1	2.4	6.6	6.3	6.1	5.9	-4.5	-3.7	-2.9	-2.4
Spanien	1.5	3.2	2.5	2.3	2.4	2.9	2.6	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.