



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 07.04.2025

## 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: 07.04.2025

- **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 von Donald Trump angekündigten umfangreichen Zölle stellen allerdings für den Aufschwung im Euroraum eine erhebliche Gefahr dar. Mittelfristig wird die Handels- und Migrationspolitik der neuen Regierung 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 bis zum Ende von Q2 noch zwei Mal um 25 Basispunkte senken wird, so dass der Einlagesatz dann bei 2,00 % liegen 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 zu Beginn des Jahres stark ansteigen lassen. Zuletzt führten jedoch das US-Zollpaket und Sorgen um die Weltkonjunktur zu einem deutlichen Renditerückgang. Aufgrund der strukturell höheren Inflation in Europa und den USA gehen wir davon aus, dass die Renditen mittelfristig wieder 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 den US-Zöllen aus.

Die Inflationsrate liegt bereits nahe an der Zielmarke der EZB von zwei Prozent und dürfte in den kommenden Monaten weiter sinken. Wie rechnen damit, dass die EZB in Q2 den Einlagesatz auf 2,00 % senkt.

## USA

Die US-Wirtschaft ist zwar nach wie vor stabil, aber das Zollchaos unter Trump scheint Unternehmen und Verbraucher zu verunsichern. Mittelfristig werden jedoch höhere Einfuhrzölle, Vergeltungsmaßnahmen anderer Länder und die Aushöhlung der Institutionen unter Trump das Trendwachstum in den USA schwächen. Die Fed blickt auf eine bislang noch robuste Konjunktur, einen stabilen Arbeitsmarkt und eine immer noch zu hohe Kerninflation. 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 0,1 %, gefolgt von 1,3 % im Jahr 2026.

## China

Die Regierung in Peking hat zwar ein Fiskalpaket zur Stützung der Konjunktur geschnürt, die Maßnahmen bleiben aber zaghafte und kleinteilig. Die eingeleiteten Schritte stabilisieren zwar die Wirtschaft und wirken den konjunkturendämpfenden US-Zöllen entgegen, dürften aber insgesamt nur ein Strohfeuer bleiben. Denn an den fundamentalen Problemen einer Wirtschaft, die von der Partei immer mehr gegängelt wird, ändert es nichts.

Wir rechnen damit, dass das chinesische Wirtschaftswachstum bereits in diesem Jahr unter 5 % liegen wird und sich in den kommenden Jahren weiter abschwächt.

# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

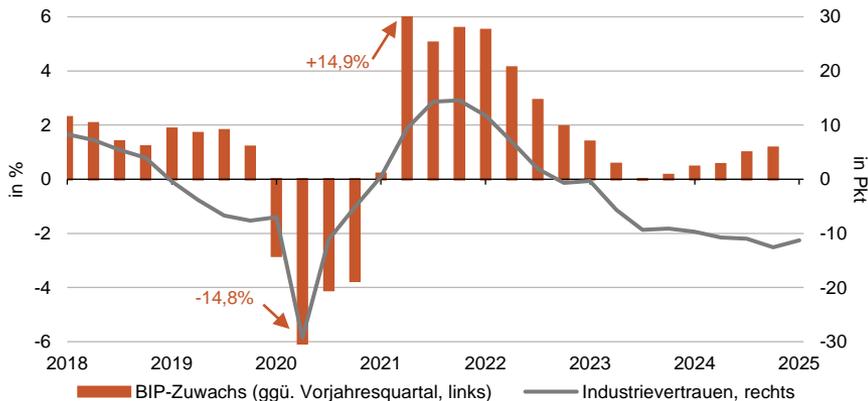


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### US-Zölle bergen erhebliches Konjunkturrisiko

- Aufgrund des aufziehenden Handelsstreits hatten wir bereits in den letzten Monaten unsere Wachstumsprognosen für die Eurozone angepasst. Die Verunsicherung ist nach der jüngsten Eskalation im Zollstreit allerdings noch weiter gestiegen, weswegen wir unsere Prognose für das BIP-Wachstum im Euroraum um weitere 0,1 Pp. auf 0,9% für 2025 senken.
- Unsere aktuellen Prognosen basieren auf der Annahme, dass die US-Zölle durch Verhandlungen zumindest teilweise zurückgenommen werden. Sollte dies nicht gelingen, würden wir unsere Prognosen für das BIP-Wachstum im Euroraum in den Jahren 2025 und 2026 um insgesamt etwa 0,2 bis 0,3 Pp. nach unten revidieren.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



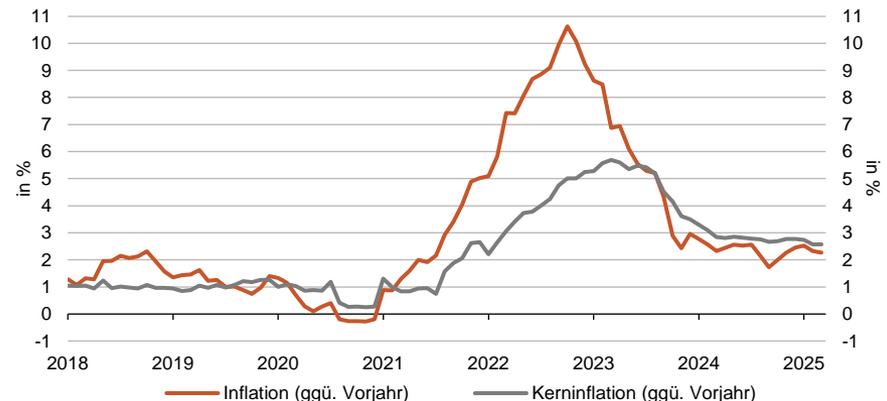
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### EZB wird auf Konjunkturrisiken durch Zölle reagieren

- Die Abwärtsrisiken für die Konjunktur im Euroraum haben sich durch die US-Zölle erhöht. Für die Inflation erwarten wir hingegen zunächst keine großen Auswirkungen, da die EU nur knapp 14% ihrer Warenimporte aus den USA bezieht und zudem zunächst verhandeln will, bevor sie mit umfangreichen Gegenzöllen reagiert.
- Vor dem Hintergrund der anhaltend moderaten Inflation und der konjunkturdämpfenden Wirkung der US-Zölle haben wir unsere Erwartungen für die EZB leicht angepasst. Wir rechnen nun mit zwei weiteren Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte bis zum Sommer, so dass der Einlagensatz dann bei 2,00 % liegen wird.

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

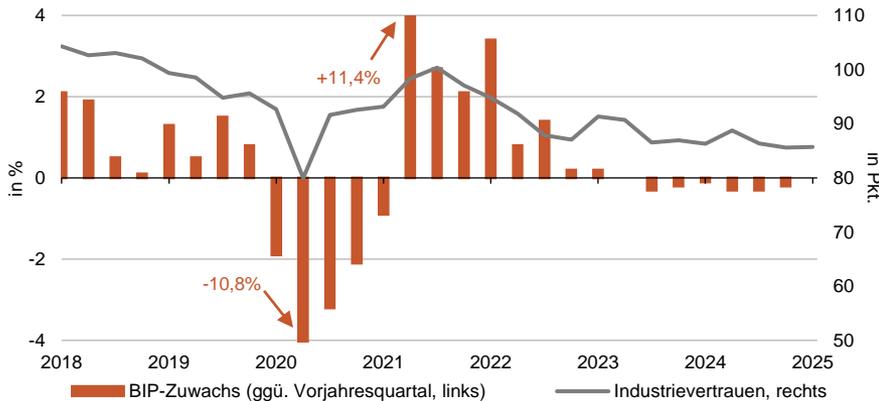
# Deutschland

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### 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 Strukturreformen auf den Weg bringt.

### Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



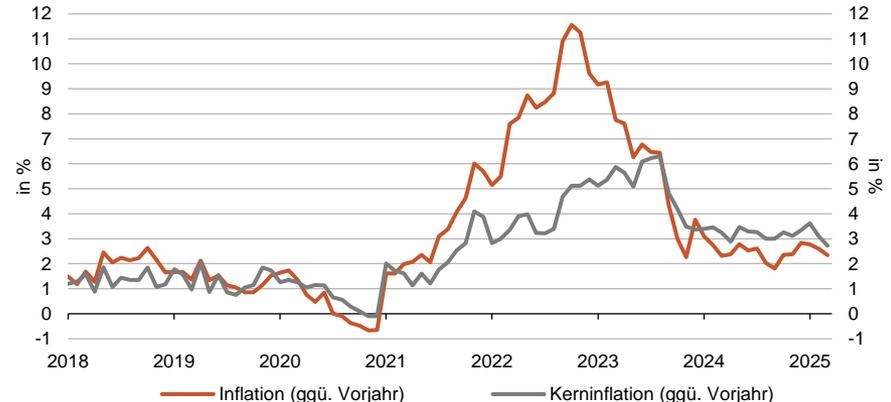
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### Fiskalimpuls hebt die Stimmung, Zölle belasten

- Die von Trump verhängten Zölle von 20 % auf die meisten Waren aus der EU und von 25 % auf Autos, Stahl und Aluminium treffen die deutsche Wirtschaft hart, denn die USA sind das wichtigste Land für den deutschen Export. 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 März weiter von 2,6 % auf 2,3 % gefallen. Die Kerninflation ging von 3,1 % auf 2,7 % zurück. Auch aufgrund der geplanten Mehrausgaben der Regierung dürfte die Inflation in den kommenden Jahren erhöht bleiben. Wir rechnen mit 2,2 % in diesem und 2,4 % im nächsten Jahr.

### Deutschland harmonisierte Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung

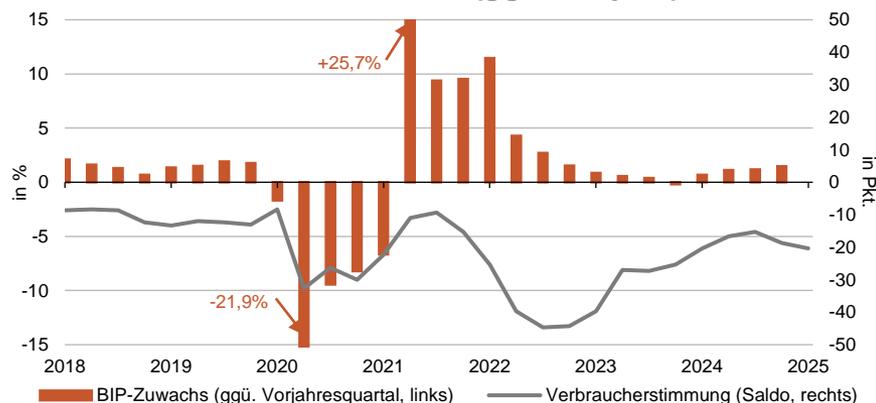


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### 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 und jetzt kommen auch noch 10 % US-Zölle hinzu.
- 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.

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



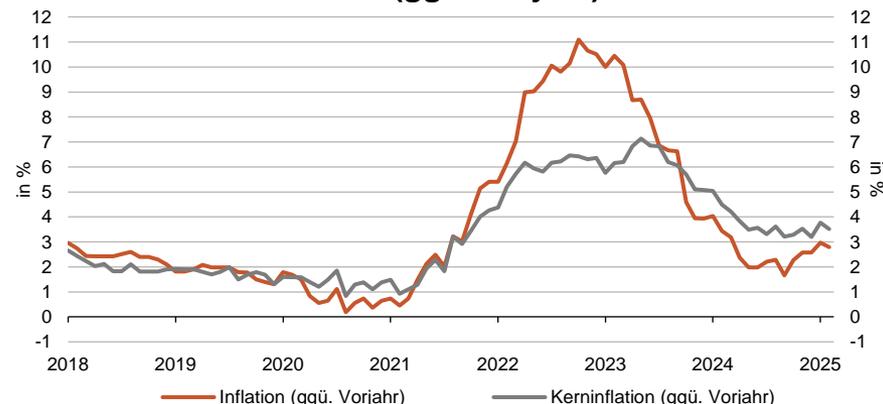
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### 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 Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 02/2025

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

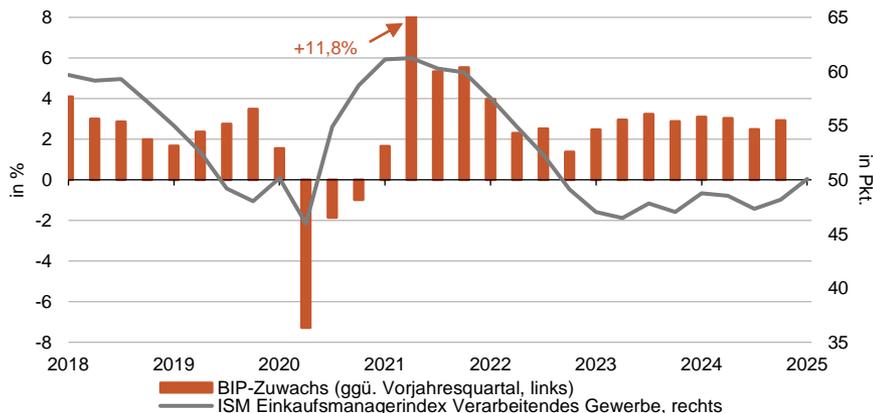


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Trump schwingt die globale Zollkeule

- Die US-Zölle wirken wie eine Steuer auf Verbraucher, indem sie die Preise erhöhen und die Kaufkraft der Konsumenten verringern. Dieser konjunkturdämpfende Effekt dürfte jedoch durch die von Präsident Trump geplante Rückgabe der Zolleinnahmen an die Verbraucher in Form von Steuersenkungen zumindest teilweise ausgeglichen werden. Wir rechnen deshalb damit, dass in den USA kurzfristig der Preiseffekt stärker sein wird als der Konjunkturreffekt.
- Die aktuellen Ängste an den Aktienmärkten vor einer baldigen Rezession in den USA erscheinen daher übertrieben. Langfristig dürfte das US-Wachstum jedoch erheblich unter der aktuellen Politik Trumps leiden.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



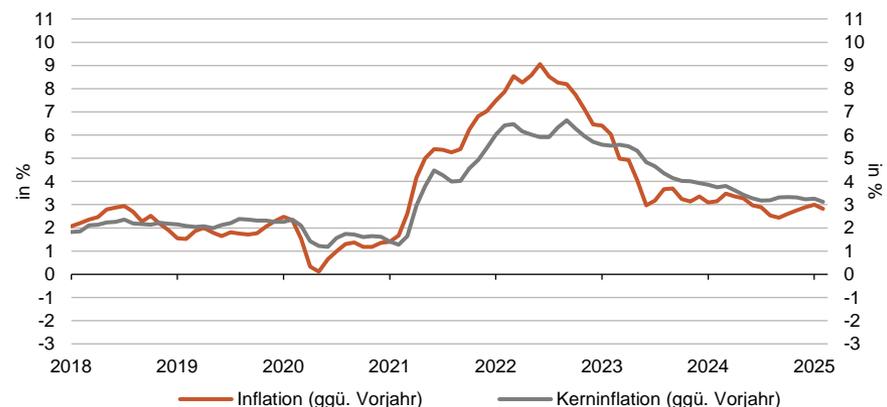
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### Zölle erschweren die Arbeit der Fed

- Unternehmen werden die höheren Einfuhrzölle voraussichtlich zu einem großen Teil an die US-Konsumenten weitergeben. Dies dürfte dazu führen, dass die zuletzt bei rund 3 % seitwärts tendierende und für die Fed immer noch zu hohe Inflationsrate in den USA in den kommenden Monaten nicht weiter sinken oder sogar wieder steigen wird.
- Dies wird es der US-Notenbank deutlich erschweren, den Leitzins weiter abzusenken. Sollte Trump die Zölle nicht zumindest wieder etwas senken, könnte sie möglicherweise sogar gezwungen sein, später im Jahr ihren Leitzins wieder etwas anzuheben.

### USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 02/2025

# Marktentwicklung

## Geld & Währung

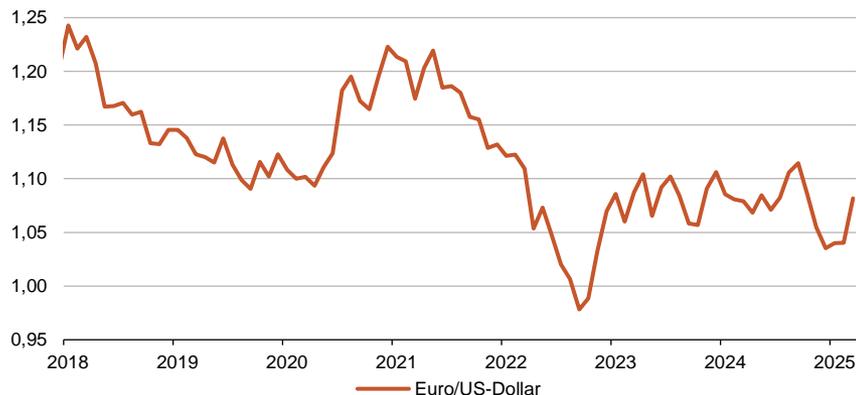


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Trump-Zölle lassen US-Dollar abstürzen

- Nach der Ankündigung des US-Zollpakets hat der Dollar stark an Wert verloren. Der Devisenmarkt scheint sich zunehmend die Frage zu stellen, mit wie vielen Verbündeten und Handelspartnern sich Präsident Trump gleichzeitig anlegen kann, ohne dass auch die US-Wirtschaft mittelfristig Schaden nimmt.
- Der Dollar bleibt die globale Leitwährung, aber sein Status leidet, wenn die Anleger das Vertrauen in die Rationalität der US-Politik verlieren und sich Sorgen über ein langsames Trendwachstum bei gleichzeitig steigenden Haushaltsdefiziten machen. Sollte Trump weiterhin eine Politik verfolgen, die den USA schadet, könnte der Dollar zusätzlich an Boden verlieren.

### Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### Peking hält den Renminbi zum Dollar noch stabil

- Die US-Zölle auf chinesische Waren wurden seit Jahresbeginn zunächst um 20 Pp. und nun nochmals um 34 Pp. erhöhet. Das trifft das Reich der Mitte hart, denn China exportierte im vergangenen Jahr Waren im Wert von knapp 450 Milliarden US-Dollar in die USA. Peking reagierte auf die jüngste Zollerhöhung mit zusätzlichen Gegenzollen in Höhe von 34 %.
- Um Trump nicht weiter zu verärgern, hat Peking den Wechselkurs zum Dollar zuletzt stabil gehalten, was sich aber bei einer weiteren Eskalation des Handelsstreits ändern könnte. Der Renminbi würde dann nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber dem Euro an Boden verlieren.

### Wechselkurs EUR/CNY



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

# Kapitalmarktprognosen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			07.04.2025	31.12.2025	30.06.2026
<b>Aktienmärkte</b>	USA	<b>S&amp;P 500</b>	4.915	6.000	6.400
		<b>DAX</b>	19.442	24.000	26.000
	Europa	<b>EURO STOXX 50</b>	4.602	5.700	6.000
		<b>MSCI Großbritannien</b>	2.306	2.600	2.750
<b>Rentenmärkte</b>	USA	<b>Fed Funds</b>	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
		<b>10 Jahre</b>	3,96	4,80	4,90
	Euroland	<b>Einlagesatz</b>	2,50	2,00	2,00
		<b>10 Jahre*</b>	2,53	2,80	2,90
	Großbritannien	<b>Bank Rate</b>	4,50	4,25	4,00
		<b>10 Jahre</b>	4,43	4,70	4,70
<b>Währungen</b>	USA	<b>EUR/USD</b>	1,10	1,10	1,13
	Schweiz	<b>EUR/CHF</b>	0,94	0,95	0,95
	Großbritannien	<b>EUR/GBP</b>	0,85	0,85	0,86
	Japan	<b>EUR/JPY</b>	161	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
<b>Welt*</b>	100,0	2,6	2,4	2,5	2,3												
<b>USA</b>	26,1	2,8	1,7	1,6	1,6	3,0	3,2	2,7	2,6	4,0	4,2	4,2	4,0	-6,9	-7,0	-6,8	-6,5
<b>China</b>	16,9	5,0	4,4	4,0	3,9	0,2	0,6	1,4	1,9	5,1	5,1	5,0	5,0	-7,4	-5,7	-5,8	-6,0
<b>Japan</b>	4,0	0,1	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
<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	1,1	1,1	1,6	1,5												
<b>Eurozone</b>	14,8	0,8	0,9	1,5	1,5	2,4	2,0	2,3	2,5	6,4	6,3	5,9	5,4	-3,3	-3,4	-3,3	-3,0
<b>Deutschland</b>	4,3	-0,2	0,1	1,3	1,4	2,5	2,2	2,4	2,5	3,4	3,6	3,4	3,1	-2,8	-3,1	-3,2	-3,2
<b>Frankreich</b>	2,9	1,1	0,4	0,9	1,2	2,3	0,9	1,9	2,3	7,4	7,5	7,4	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	2,2	2,3	2,5	6,6	6,1	5,9	5,7	-4,5	-3,7	-2,9	-2,4
<b>Spanien</b>	1,5	3,2	2,4	2,3	2,4	2,9	2,5	2,2	2,4	11,4	10,2	9,6	9,0	-3,2	-3,0	-2,6	-2,4
<b>Portugal</b>	0,3	1,9	2,5	2,3	2,2	2,7	2,0	2,2	2,4	6,5	6,2	5,8	5,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Anderes Westeuropa</b>																	
<b>Großbritannien</b>	3,2	1,1	0,9	1,3	1,5	2,5	3,7	3,0	2,3	4,3	4,6	4,6	4,6	-5,0	-4,1	-3,5	-2,9
<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.