



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 23.04.2025

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: 23.04.2025

- **Konjunktur und Wachstum:** Die chaotische US-Zollpolitik belastet den Welthandel und verunsichert Unternehmen und Verbraucher. Der andauernde Handelskonflikt ist derzeit das größte Risiko für die Weltkonjunktur. Die protektionistische Handelspolitik von Donald Trump dürfte zusammen mit einer restriktiven Einwanderungspolitik zu einem geringeren Trendwachstum in den USA führen. Für die europäische Konjunktur und die exportorientierte deutsche Wirtschaft stellen die US-Strafzölle eine unmittelbare Bedrohung dar. Verhandlungen zwischen Brüssel und Washington dürften jedoch dazu führen, dass die Zölle am Ende nicht ganz so hoch ausfallen wie zunächst angedroht, und damit das Schlimmste verhindern. Darüber hinaus sorgen steigende Reallöhne, die Leitzinssenkungen der EZB und die geplanten hohen Verteidigungsausgaben für konjunkturellen Rückenwind in der Eurozone, so dass wir für den Sommer 2025 mit einer Beschleunigung des Aufschwungs rechnen. China, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, kämpft, zusätzlich zum Außenhandelsstreit, weiterhin mit Problemen im Immobiliensektor und einer Verunsicherung der Verbraucher. Der fiskal- und geldpolitische Stimulus hilft bedingt, 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. Mittelfristig werden auf beiden Seiten des Atlantiks strukturelle Gründe wie die demografische Entwicklung und Investitionen in Klimaneutralität den Inflationsdruck 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 noch ein letztes 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 temporär zu einem deutlichen Renditerückgang. Aufgrund der strukturell höheren Inflation in Europa und den USA gehen wir davon aus, dass die Renditen mittelfristig noch weiter 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. Sollte die US-Zollpolitik das Wachstum im Euroraum stärker belasten, als wir derzeit erwarten, könnte die EZB ihre Geldpolitik weiter lockern.

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 eine geringere Zuwanderung 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 verhaltenen globalen Nachfrage, der zunehmenden chinesischen Konkurrenz auf den Weltmärkten und dem Arbeitskräftemangel. Positiv könnte sich auswirken, wenn die politische Unsicherheit zurückgeht, wenn die neue Regierung bald ihre Arbeit aufnimmt. Moderate Reformen auf der Angebotsseite in Verbindung mit dem umfangreichen Fiskalpaket werden die Konjunktur stützen, allerdings voraussichtlich erst ab 2026. 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 zaghaft 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 nur noch 4,2 % betragen wird und sich in den kommenden Jahren weiter abschwächt.

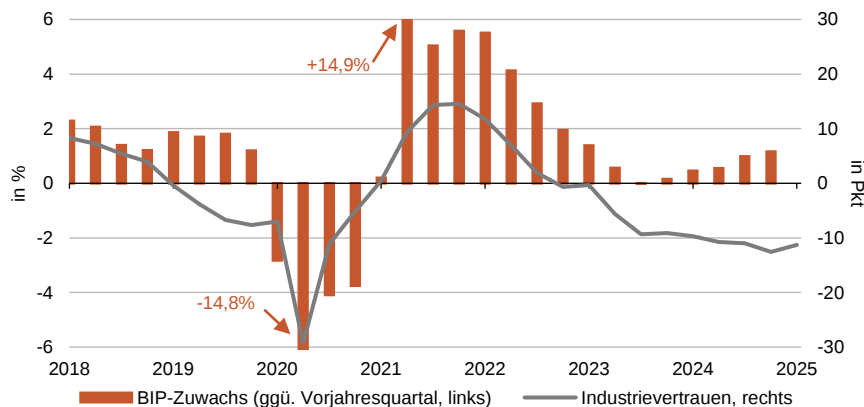
Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

Trump bedroht den Konjunkturaufschwung

- Steigende Reallöhne, Leitzinssenkungen und eine geplante Ausweitung der Staatsausgaben (insbesondere im Verteidigungsbereich) sorgen für konjunkturellen Rückenwind im Euroraum.
- Die US-Strafzölle hingegen stellen eine unmittelbare Bedrohung für die wirtschaftliche Erholung dar. Unsere aktuellen Prognosen basieren auf der Annahme, dass die US-Zölle durch Verhandlungen zumindest teilweise begrenzt 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

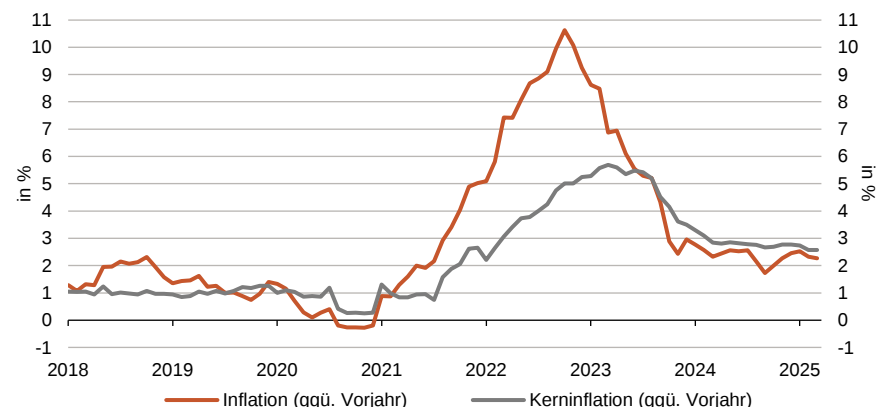


Quelle: Haver

EZB bereitet sich auf Auswirkungen der Zölle vor

- In der Aprilsitzung senkte die EZB den Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 2,25 %. Darüber hinaus versucht die EZB, sich alle Optionen offen zu halten, betont aber die Gefahren von US-Zöllen für das Wachstum in der Eurozone.
- Wir gehen davon aus, dass der Zollstreit mit den USA den Inflationsdruck in der Eurozone eher dämpfen als erhöhen wird. Der Ölpreis ist gesunken, der starke Euro verbilligt Importe und chinesische Waren, die aufgrund der hohen US-Zölle nach Europa umgelenkt werden, drücken auf die Preise in der Eurozone. Wir rechnen daher mit einer weiteren Senkung des Einlagensatzes am 5. Juni auf 2,00 %.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

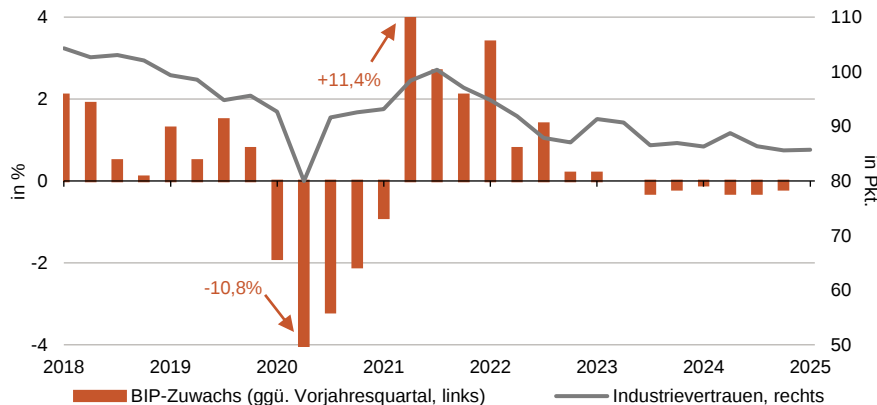
Deutschland

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.
- Die im Koalitionsvertrag angekündigten moderaten Reformen auf der Angebotsseite werden zusammen mit dem Fiskalpaket dazu beitragen, die wirtschaftliche Stagnation in Deutschland zu überwinden. Die höheren Ausgaben dürften sich zwar erst ab 2026 in der Wirtschaft bemerkbar machen, könnten dann aber die BIP-Expansionsrate auf 1,3 % anheben.

Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



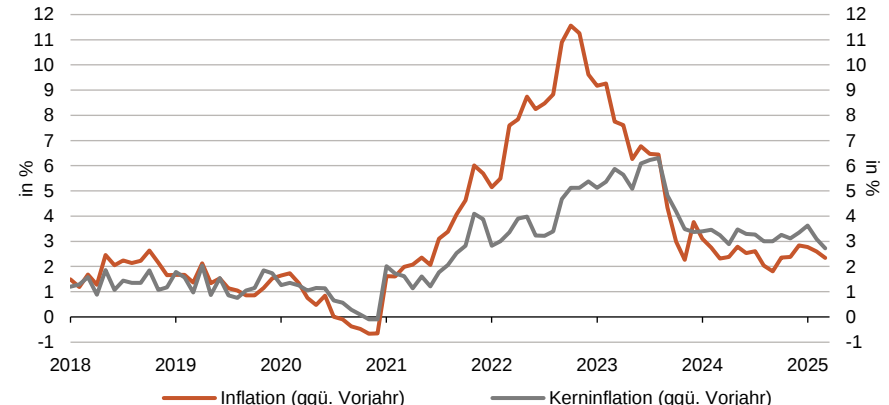
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Fiskalimpuls hebt die Stimmung, Zölle belasten

- Die von Trump verhängten Zölle auf 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 weiter von 2,6 % im Februar auf 2,3 % im März gefallen. Die Kerninflationsrate ging von 3,1 % auf 2,7 % zurück. Auch aufgrund der geplanten Mehrausgaben der Regierung dürfte die Inflation in den kommenden Jahren erhöht bleiben.

Deutschland harmonisierte Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

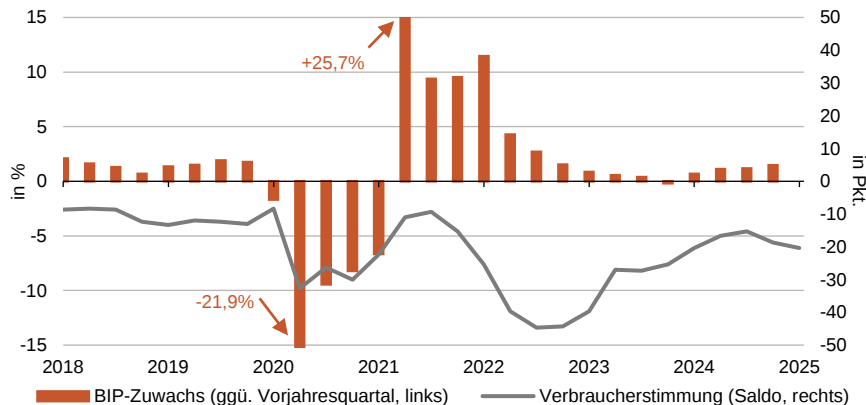


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Zollshock wird Aufschwung nicht gefährden

- Die britische Wirtschaft ist im Februar überraschend um 0,5 % gegenüber dem Vormonat gewachsen. Insbesondere der Dienstleistungssektor verzeichnete einen guten Monat, was darauf hindeutet, dass die Verbraucher beginnen, ihre Reallohngewinne der letzten Monate auszugeben.
- Wir gehen davon aus, dass das BIP im Durchschnitt in 2025 mit soliden Raten expandieren wird. Während die US-Zölle mit 10 % gering ausgefallen sind und die USA als Absatzmarkt für Großbritannien keine entscheidende Rolle spielen, stützen höhere Staatsausgaben, Reallohnzuwächse der Verbraucher und sinkende Leitzinsen die Wirtschaft.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)

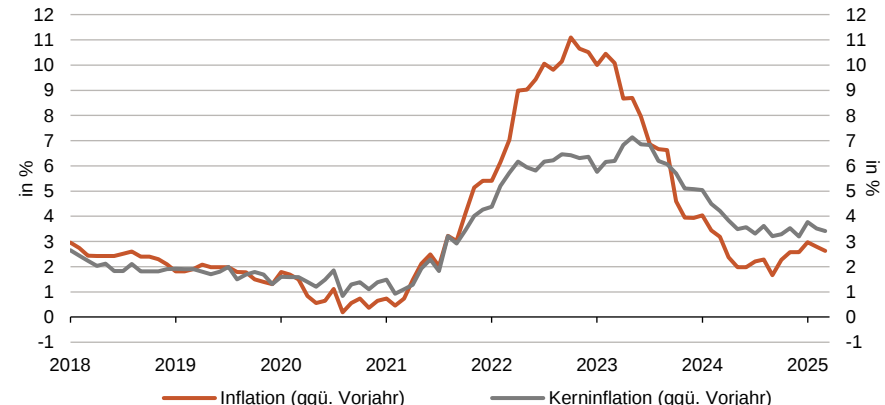


Quelle: Haver

Niedrigere Märzinflation gibt der BoE mehr Spielraum

- Die Verbraucherpreise stiegen im März im Jahresvergleich nur noch um 2,6 %, nach 2,8 % im Februar. Im Dienstleistungssektor sank die Inflationsrate von 5,0 % auf 4,7 %. Damit fiel die Inflation geringer aus als allgemein erwartet. Die BoE wird aller Voraussicht nach am 8. Mai den Leitzins auf 4,25 % senken.
- Die Anstiege bei Mindestlohn und Abgaben dürften Lohn- und Preisdruck im Dienstleistungssektor hoch halten. Wir rechnen daher damit, dass die BoE mit einem finalen Zinsschritt auf 4,0 % bis 2026 warten wird. Die unerwartet niedrige Inflation im März erhöht jedoch die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Zinsschritts bereits in diesem Jahr.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)

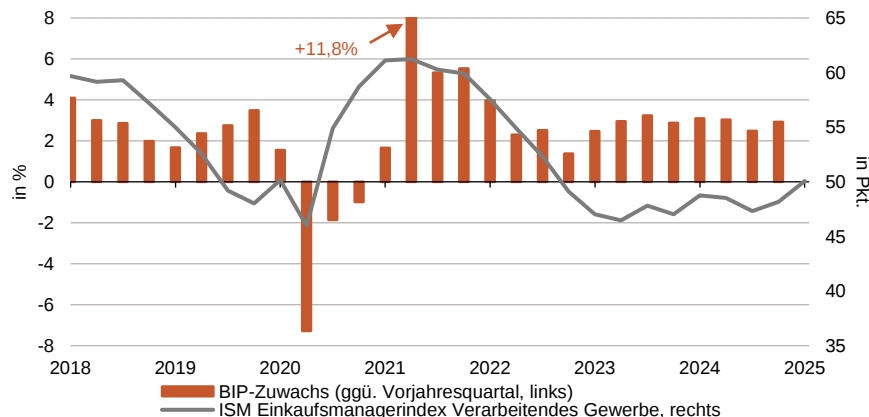


Quelle: Haver

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 Konjunktureffekt.
- Die protektionistische Handelspolitik Trumps in Verbindung mit einer restriktiven Einwanderungspolitik wird zu einem geringeren Trendwachstum in den USA führen.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



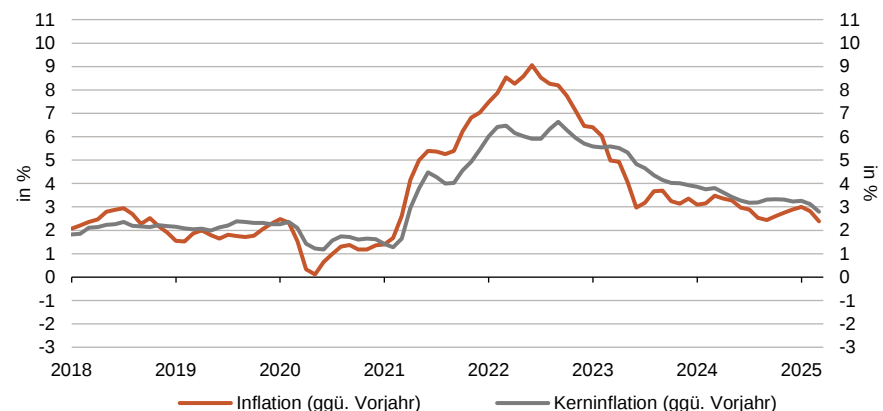
Quelle: Haver

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 Kerninflationsrate 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 nachhaltig wieder senken, könnte sie möglicherweise sogar gezwungen sein, später im Jahr ihren Leitzins wieder etwas anzuheben.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

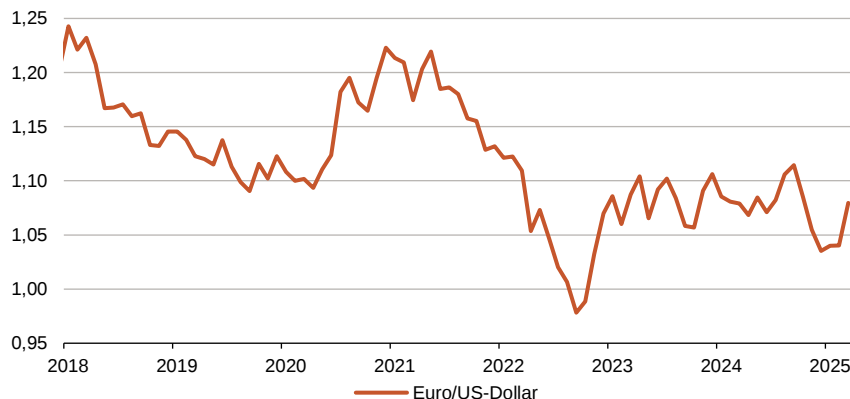
Marktentwicklung

Geld & Währung

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 noch weiter an Boden verlieren.

Wechselkurs EUR/USD

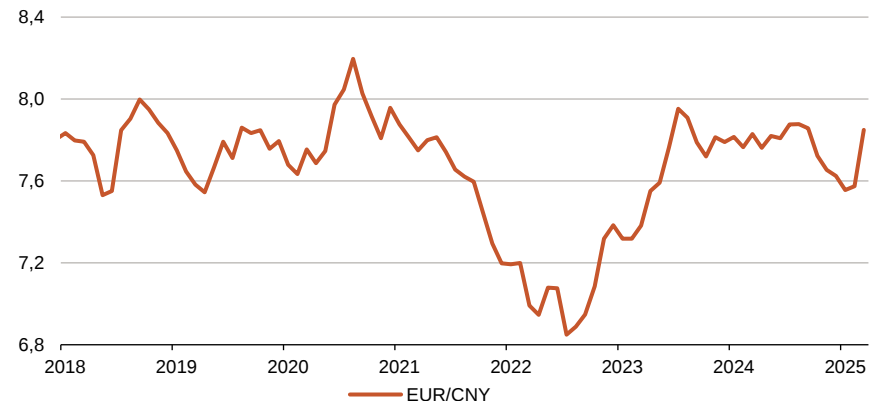


Quelle: Haver

Peking erlaubt dem Renminbi, etwas abzuwerten

- Der Handelskrieg zwischen den USA und China eskaliert und treibt die gegenseitigen Zölle Schritt für Schritt in schwindelerregende Höhen. Ein schwächerer Renminbi würde den chinesischen Exporteuren helfen, doch bislang hatte Peking den Wechselkurs stabil gehalten, um Washington nicht zu verärgern.
- Zuletzt scheint jedoch eine gewisse Abwertung des Renminbi zugelassen worden zu sein. Sollte sich der Handelskonflikt zwischen den USA und China nicht entspannen, könnte der Renminbi gegenüber dem US-Dollar und dem Euro weiter abwerten.

Wechselkurs EUR/CNY



Quelle: Haver

Kapitalmarktprognosen

			Aktuell	Prognose	
			23.04.2025	31.12.2025	30.06.2026
Aktienmärkte	USA	S&P 500	5.288	6.000	6.400
		DAX	21.854	24.000	26.000
	Europa	EURO STOXX 50	5.078	5.700	6.000
		MSCI Großbritannien	2.381	2.600	2. 750
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
		10 Jahre	4,35	4,80	4,90
	Euroland	Einlagesatz	2,25	2,00	2,00
		10 Jahre*	2,47	2,80	2,90
	Großbritannien	Bank Rate	4,50	4,25	4,00
		10 Jahre	4,52	4,70	4,70
Währungen	USA	EUR/USD	1,14	1,14	1,16
	Schweiz	EUR/CHF	0,94	0,95	0,95
	Großbritannien	EUR/GBP	0,86	0,86	0,86
	Japan	EUR/JPY	162	160	159

*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	2.3	2.3	2.4												
USA	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
China	16.9	5.0	4.2	3.7	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
Japan	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	-3.6	-3.3	-1.3
Indien	3.4	6.6	6.5	6.5	6.0									-7.8	-7.5	-7.5	-7.5
Lateinamerika	6.3	2.3	2.5	2.5	2.3									-4.5	-4.0	-4.0	-4.0
Europa	24.3	1.2	1.2	1.6	1.5												
Eurozone	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
Deutschland	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
Frankreich	2.9	1.1	0.4	0.9	1.2	2.3	0.8	1.9	2.2	7.4	7.5	7.4	7.3	-6.1	-6.0	-5.4	-4.5
Italien	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
Spanien	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
Portugal	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
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3.2	1.1	1.1	1.3	1.5	2.5	3.4	2.8	2.4	4.3	4.6	4.6	4.6	-5.0	-4.1	-3.5	-2.9
Schweiz	0.8	1.3	1.3	1.5	1.5	1.1	0.5	0.9	1.3	2.5	2.7	2.3	1.9	0.5	0.3	0.3	0.3
Schweden	0.6	0.9	1.6	1.8	2.0	2.8	1.1	1.5	1.9	8.4	8.3	8.0	7.5	-1.1	-1.0	-1.0	-0.5
Osteuropa																	
Russland	1.9	3.8	1.4	1.4	1.3	8.4	9.0	7.5	6.0	2.5	2.5	3.0	3.0	-1.7	-2.0	-2.0	-2.0
Türkei	1.1	3.2	2.9	2.7	2.5	58.5	28.0	25.0	20.0	8.7	9.3	9.5	9.5	-4.9	-4.0	-4.0	-4.0

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.