



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 05.05.2025

## 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: 05.05.2025

- **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 am 8. Mai auf 4,25 % senken und mit dem letzten Zinsschritt auf 4,00 % dann bis Anfang 2026 warten.
- **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, dass die politische Unsicherheit abnimmt, wenn die neue Regierung 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 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 nur noch 4,2 % betragen wird und sich in den kommenden Jahren weiter abschwächt.

# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

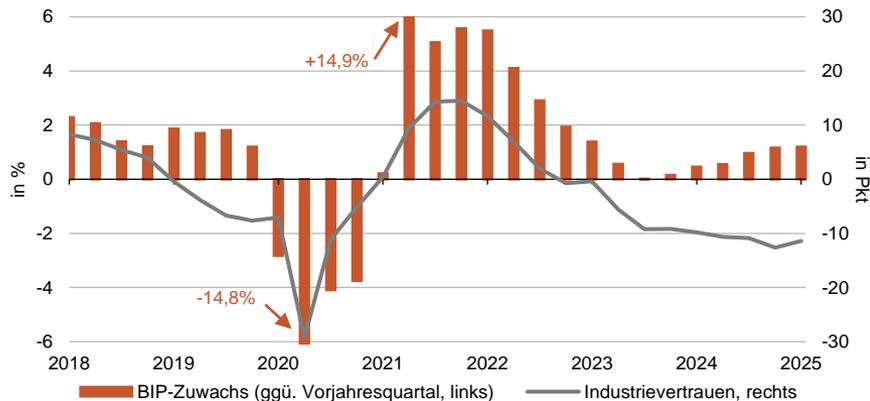


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### US-Zollpolitik verschiebt den Eurozonen-Aufschwung

- Das BIP der Eurozone konnte in Q1 um 0,4% gegenüber dem Vorquartal zulegen und überraschte damit positiv. Belastet durch die Auswirkungen der erratischen US-Zollpolitik dürfte sich das Wachstum in Q2 jedoch deutlich abschwächen.
- Wir gehen aber derzeit davon aus, dass es im Handelskonflikt zwischen den USA und der EU bis zum Sommer zu einem Verhandlungserfolg und damit zu einer zumindest teilweisen Rücknahme der US-Zölle kommen wird. Sollte dies der Fall sein, könnte die Konjunktur nach einem schwachen Q2 in Q3 wieder etwas an Fahrt gewinnen.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



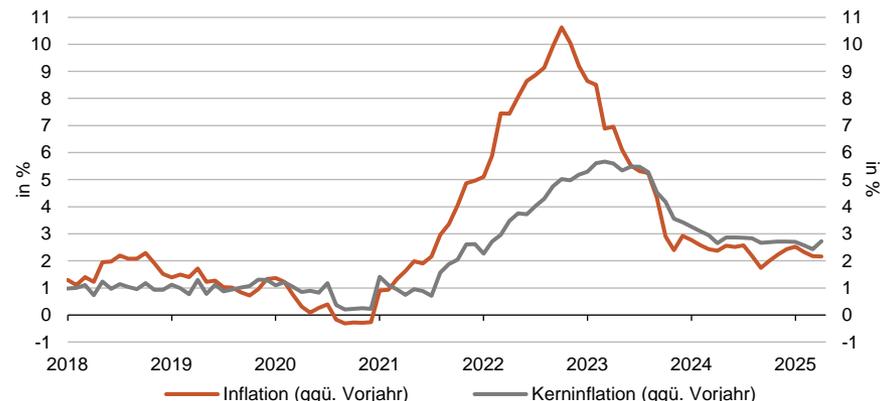
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### Inflation verharrt im April bei 2,2 %

- Die Inflationsrate im Euroraum bewegte sich im April seitwärts: Wie im März stiegen die Preise um 2,2 % gegenüber dem Vorjahr. Die Kerninflation stieg von 2,4 % auf 2,7 %.
- Für die kommenden Monate gehen wir davon aus, dass der Zollstreit mit den USA den Inflationsdruck im Euroraum 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. Dies wird die EZB in die Lage versetzen, den Einlagesatz am 5. Juni ein letztes Mal zu senken – auf dann 2,00 %.

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

# Deutschland

## Konjunktur- und Preisentwicklung

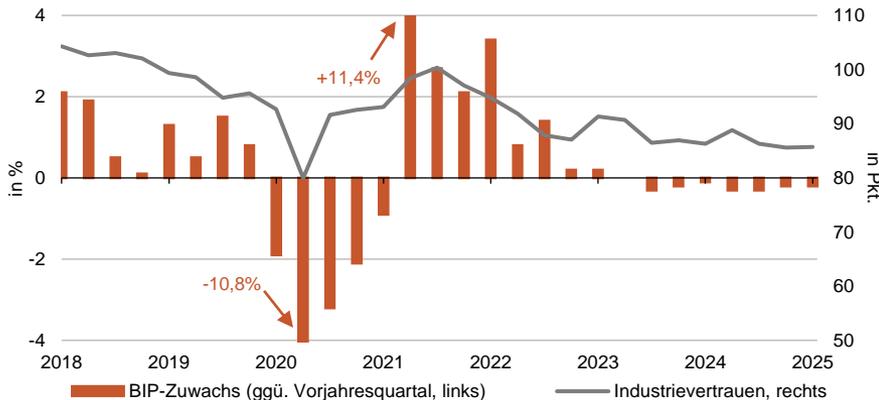


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Erst dominiert der Zollstreit, danach das Fiskalpaket

- Nachdem das deutsche BIP in Q4 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal geschrumpft war, konnte es in Q1 um 0,2 % zulegen. Positiv wirkten sich sowohl die Zunahme des privaten Konsums als auch der Investitionen aus.
- Das Chaos um die US-Zölle dürfte das BIP in Q2 deutlich belasten. Das umfangreiche Fiskalpaket der neuen Regierung in Verbindung mit den im Koalitionsvertrag vereinbarten moderaten Reformen auf der Angebotsseite wird der deutschen Wirtschaft aber ab dem Jahresende deutlichen Rückenwind verleihen. Während wir für dieses Jahr nur ein BIP-Wachstum von 0,1 % erwarten, gehen wir für 2026 von 1,3 % aus.

### Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



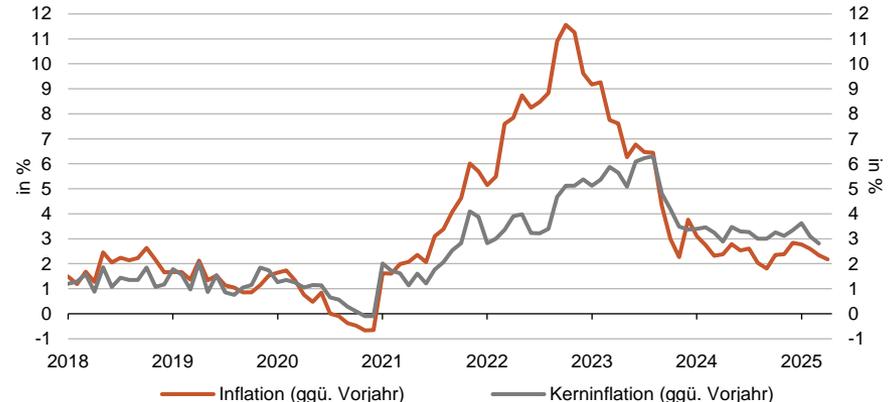
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### Inflationsrate auf 7-Monattstief

- Die harmonisierte Inflationsrate sank im April auf 2,2 % gegenüber dem Vorjahr, nachdem sie im März noch bei 2,3 % gelegen hatte. Insbesondere die sinkenden Energiepreise haben die Inflationsrate auf den tiefsten Stand seit September 2024 gedrückt. Ein Grund dafür sind die sinkenden Weltmarktpreise für Rohöl. Ursache ist der von US-Präsident Donald Trump angezettelte Handelskrieg, der die Weltwirtschaft belastet und damit auch die Ölnachfrage dämpfen dürfte.
- Kurzfristig dürfte die Inflationsrate in Deutschland bei knapp 2 % verharren, in den kommenden Jahren könnten die geplanten Mehrausgaben der Regierung jedoch zu einer etwas höheren Inflationsrate in Deutschland führen.

### Deutschland harmonisierte Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung

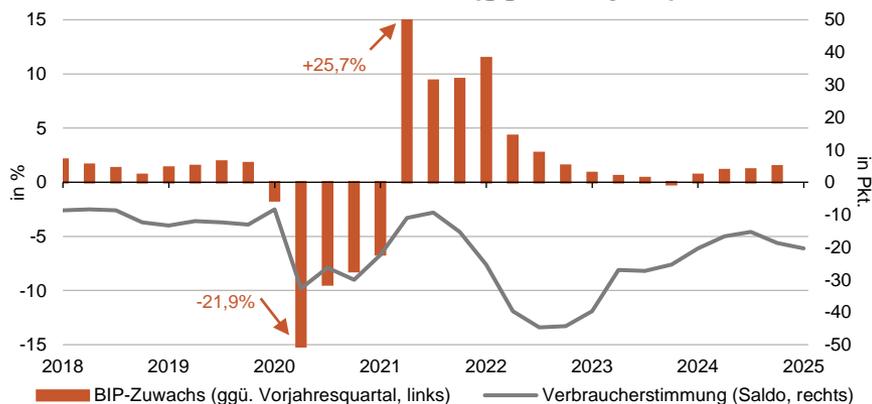


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### 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 Reallohngehälter 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)



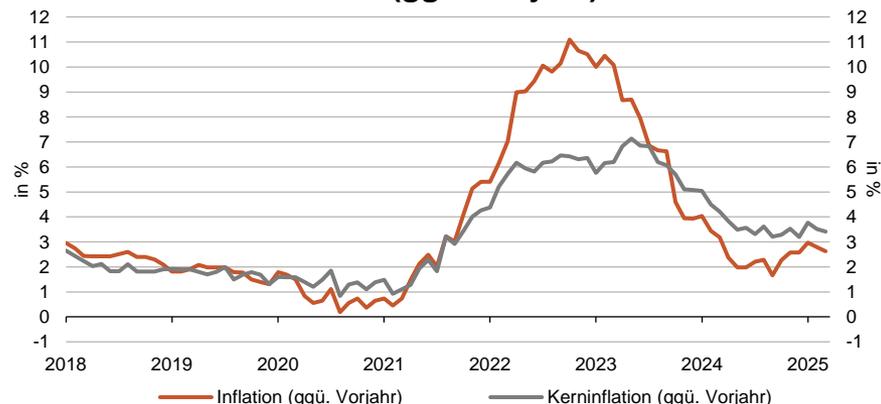
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### 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

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

# USA

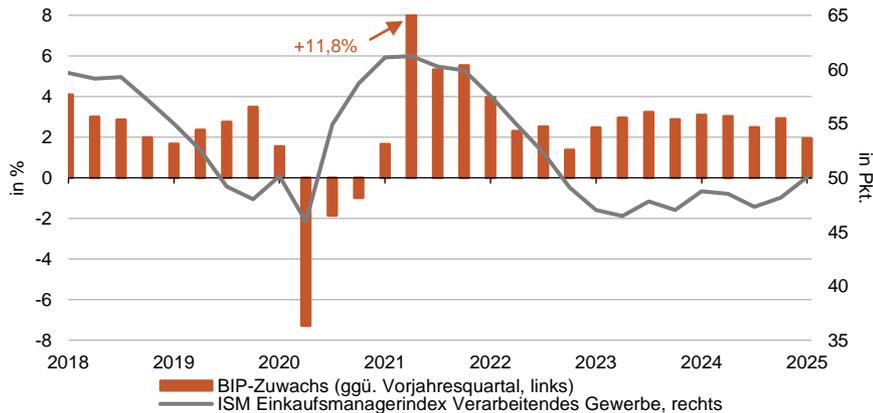
## Konjunktur- und Preisentwicklung



### US-Wirtschaft schrumpft im ersten Quartal

- Die US-Wirtschaft ist in Q1 gegenüber dem Vorquartal um annualisiert 0,3 % geschrumpft. Da die Unternehmen Importe vorzogen, um den Zöllen zuvorzukommen, bremste rein rechnerisch vor allem ein starker Anstieg des Außenhandelsdefizits das Wachstum – nämlich um fast 5 Prozentpunkte.
- Insgesamt zeigten sich die US-Wirtschaft und insbesondere der private Konsum in den ersten drei Monaten des Jahres jedoch robust. Die erratische Zollpolitik von US-Präsident Trump verunsichert aber zunehmend Unternehmen und Konsumenten und wird das Wachstum deutlich belasten.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



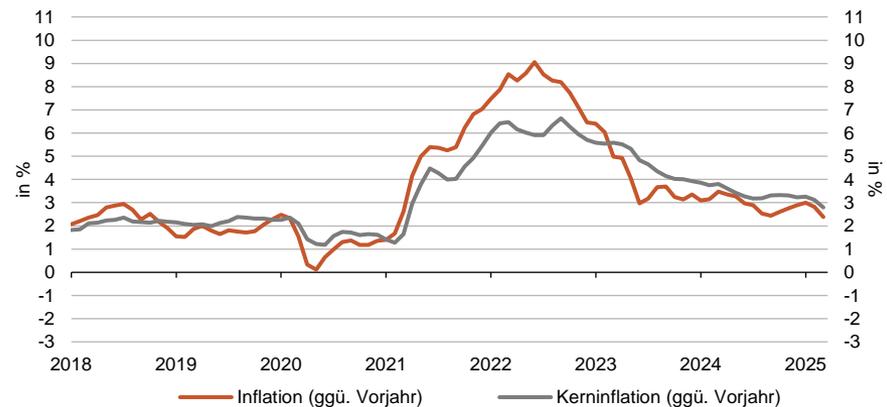
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### Zölle erschweren die Arbeit der Fed

- Gerade weil der Schaden für die USA sonst so groß sein könnte, erwarten wir, dass Trump im eigenen Interesse in den kommenden Monaten mit der EU und anderen Regionen zu einer Einigung kommen und den Konflikt mit China deeskalieren wird.
- Solange die US-Zölle in Kraft bleiben, ist es wahrscheinlich, dass die Unternehmen sie zu einem großen Teil an die US-Verbraucher weitergeben werden. 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

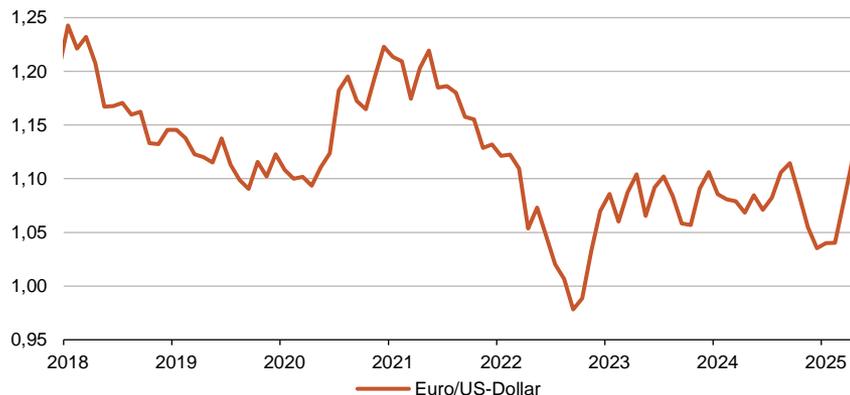


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### 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 noch weiter an Boden verlieren.

### Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

### Schweizer Nationalbank in der Zwickmühle

- Der Schweizer Franken ist als sicherer Hafen in unsicheren Zeiten gefragt und hat zuletzt an Stärke gewonnen. Die starke Währung verbilligt Importe, was die ohnehin sehr niedrige Inflation in der Schweiz weiter drücken könnte. Bereits jetzt notiert diese bei lediglich 0,3 % im Vorjahresvergleich.
- Die Schweizerische Nationalbank hat die Möglichkeit, den Franken durch direkte Interventionen am Devisenmarkt zu schwächen, läuft dann aber Gefahr, von den USA als Wahrungsmanipulator gebrandmarkt zu werden. Alternativ könnte sie den Leitzins am 19. Juni bei der nächsten Notenbanksitzung erneut senken. Dieser liegt aber bereits jetzt bei nur 0,25 %.

### Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

# Kapitalmarktprognosen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

			Aktuell	Prognose	
			05.05.2025	31.12.2025	30.06.2026
<b>Aktienmärkte</b>	USA	<b>S&amp;P 500</b>	5.648	6.000	6.400
		<b>DAX</b>	23.146	24.000	26.000
	Europa	<b>EURO STOXX 50</b>	5.258	5.700	6.000
		<b>MSCI Großbritannien</b>	2.454	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>	4,32	4,80	4,90
	Euroland	<b>Einlagesatz</b>	2,25	2,00	2,00
		<b>10 Jahre*</b>	2,52	2,80	2,90
	Großbritannien	<b>Bank Rate</b>	4,50	4,25	4,00
		<b>10 Jahre</b>	4,51	4,70	4,70
<b>Währungen</b>	USA	<b>EUR/USD</b>	1,13	1,14	1,16
	Schweiz	<b>EUR/CHF</b>	0,94	0,95	0,95
	Großbritannien	<b>EUR/GBP</b>	0,85	0,86	0,86
	Japan	<b>EUR/JPY</b>	163	160	159

\*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	2.3	2.3	2.4												
<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	4.2	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
<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	-3.6	-3.3	-1.3
<b>Indien</b>	3.4	6.6	6.5	6.5	6.0									-7.8	-7.5	-7.5	-7.5
<b>Lateinamerika</b>	6.3	2.3	2.5	2.5	2.3									-4.5	-4.0	-4.0	-4.0
<b>Europa</b>	24.3	1.2	1.2	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	0.8	1.9	2.2	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	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
<b>Schweiz</b>	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
<b>Schweden</b>	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
<b>Osteuropa</b>																	
<b>Russland</b>	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
<b>Türkei</b>	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.