



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft, 19.05.2025

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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 19.05.2025

- **Konjunktur und Wachstum:** Der andauernde Handelskonflikt ist derzeit das größte Risiko für die Weltkonjunktur. Zwar haben die USA mittlerweile etwas eingelenkt und die Zölle teils wieder gesenkt, das Niveau bleibt aber deutlich höher als vor dem Amtsantritt von Donald Trump. Die protektionistische US-Handelspolitik 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 wird den Leitzins voraussichtlich für den restlichen Jahresverlauf bei 4,25 % belassen und erst im Jahr 2026 auf 3,75 % absenken.
- **Zinsen:** Das US-Zollpaket und Sorgen um die Weltkonjunktur hatten zu einem deutlichen Rückgang der Zinsen bei Staatsanleihen geführt. Die leichte Entspannung im Handelskonflikt und die Rückkehr der Laufzeitprämien haben die Niveaus jedoch wieder etwas steigen lassen. Aufgrund der strukturell höheren Inflation in Europa und den USA erwarten wir mittelfristig einen weiteren Renditenanstieg.

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

Mit der Bildung der neuen Regierung unter Kanzler Merz endet in Deutschland eine lange Phase politischer Unsicherheit. Die Herausforderungen, vor denen das Land steht, sind enorm und reichen von geo- und handelspolitischen Bedrohungen bis hin zu wirtschaftlichen Strukturproblemen. Das umfangreiche Fiskalpaket hilft, diesen Herausforderungen zu begegnen, und wird in Verbindung mit moderaten Angebotsreformen die Konjunktur stützen. In der Realwirtschaft wird sich dies allerdings erst im kommenden Jahr so richtig bemerkbar machen.

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

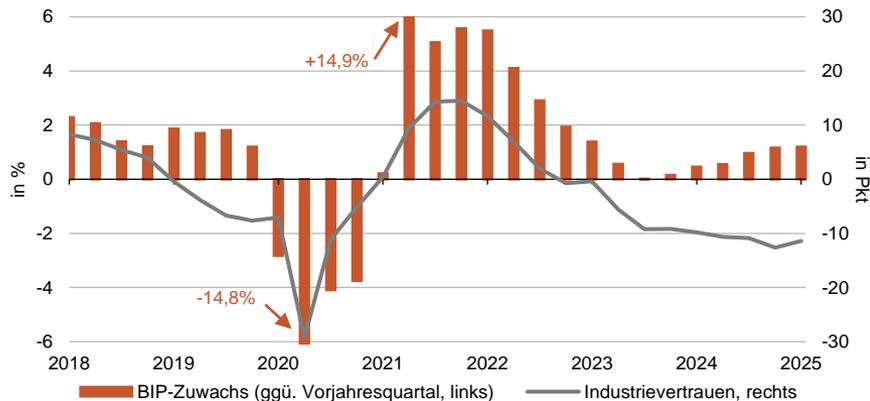


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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



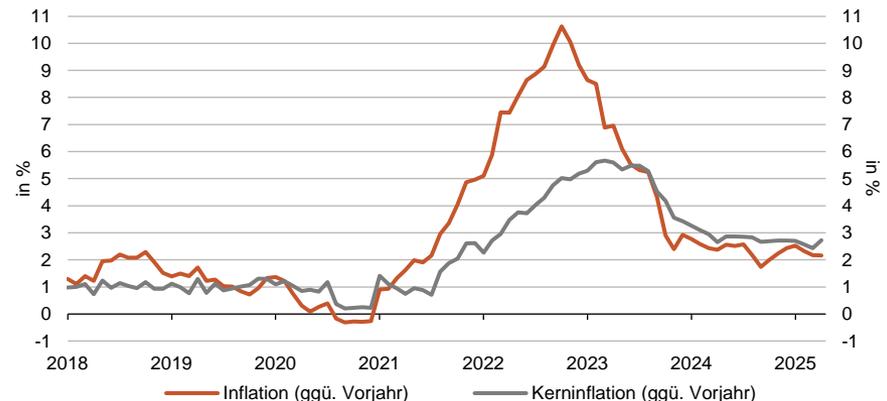
Quelle: Haver

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

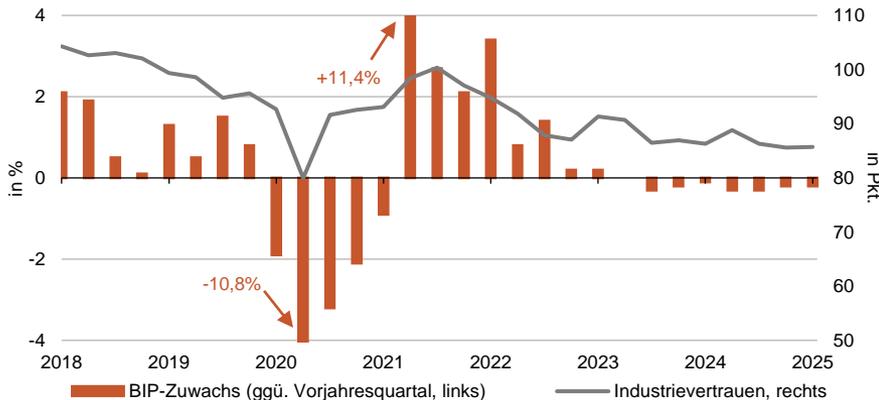
Deutschland

Konjunktur- und Preisentwicklung

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 1,2 % aus.

Deutsches BIP und ifo-Geschäftsklima



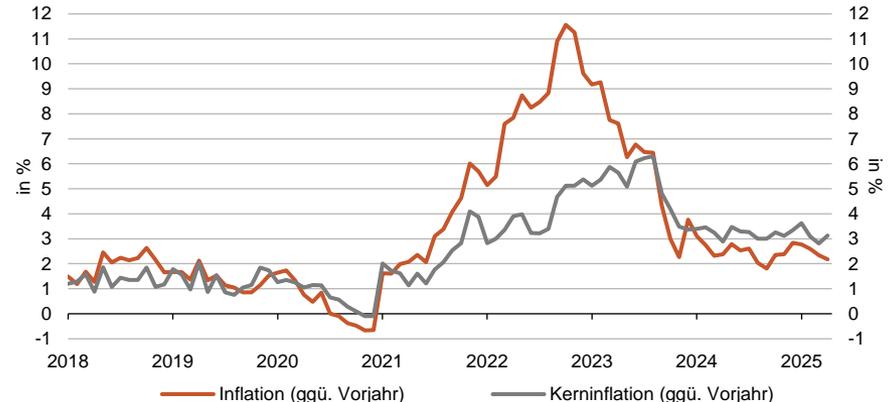
Quelle: Haver

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

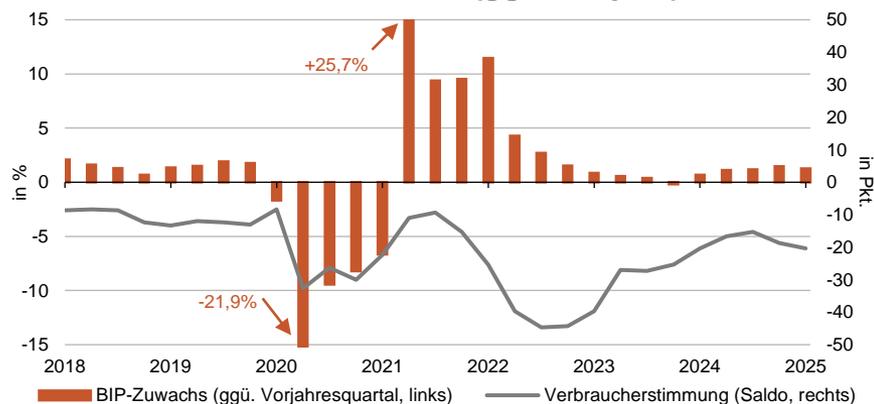


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Solides Wachstum vor dem US-Zollschock

- Die britische Wirtschaft ist im ersten Quartal überraschend stark um 0,7 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen. Positiv machten sich der Anstieg der Unternehmensinvestitionen und eine Erholung der Exporte bemerkbar.
- Zwar haben die USA und Großbritannien mittlerweile ein Handelsabkommen geschlossen, doch die Zölle auf die meisten britischen Exporte in die USA sind noch immer höher als vor April. Dies wird das Wachstum im zweiten Quartal etwas dämpfen. Im späteren Jahresverlauf werden sich dann aber voraussichtlich die höheren Staatsausgaben, die Reallohnzuwächse der Verbraucher und die sinkenden Leitzinsen positiv auswirken.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



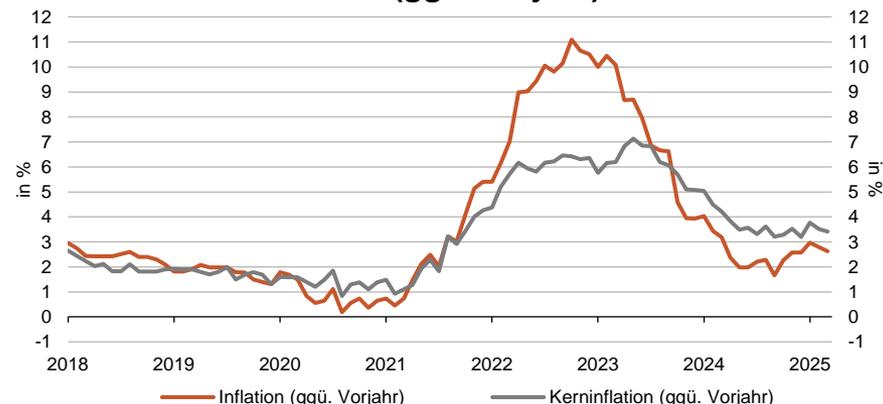
Quelle: Haver

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 senkte daher am 8. Mai den Leitzins erneut auf jetzt 4,25 %.
- Die Anstiege bei Mindestlohn und Abgaben dürften Lohn- und Preisdruck im Dienstleistungssektor jedoch hoch halten. Wir rechnen daher damit, dass die BoE in diesem Jahr keine weiteren Zinssenkungen mehr vornehmen wird. Wenn 2026 Jahr der Inflationsdruck etwas abgeflacht ist, wird die BoE den Leitzins aber voraussichtlich auf 3,75 % absenken.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

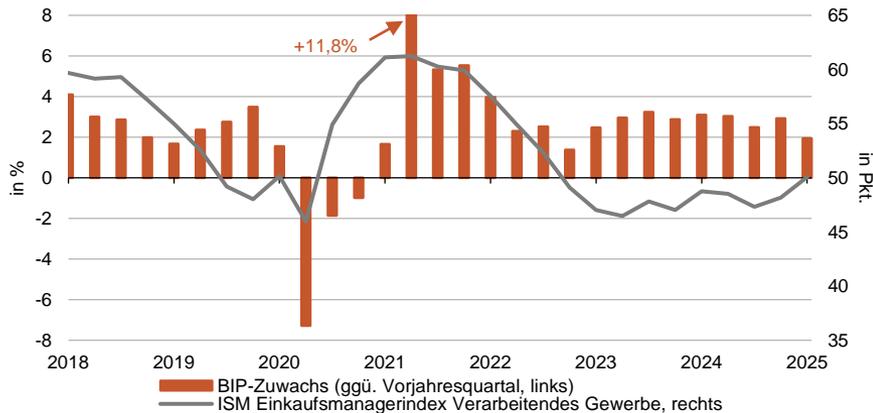
Erstes Abrüsten im Handelskonflikt

- Die USA haben sich mit Großbritannien auf ein erstes Handelsabkommen geeinigt und mit China darüber hinaus eine 90-tägige Zollpause vereinbart. Zwar werden voraussichtlich zeitnah weitere Handelsabkommen folgen, doch werden die US-Zölle nichtsdestotrotz auf einem höheren Niveau verweilen als vor Beginn von Donald Trumps zweiter Amtszeit.
- Insgesamt erscheint die US-Wirtschaft weiterhin robust. Die protektionistische Handelspolitik Trumps sowie seine restriktive Einwanderungspolitik werden das Wachstum in den USA in den kommenden Monaten jedoch voraussichtlich deutlich verlangsamen.

Zolleffekt auf Inflationsrate bisher noch nicht sichtbar

- Im April ist die Inflationsrate im Jahresvergleich von 2,4 auf 2,3 % gesunken und damit auf den niedrigsten Stand seit Februar 2021. Die Teuerung wurde erneut durch weiter sinkende Energiepreise gebremst. Die Kerninflationsrate verharrte hingegen bei 2,8 %.
- Zwar wurden die Zölle zuletzt etwas gesenkt, dennoch werden die verbleibenden Einfuhrabgaben in den kommenden Monaten die Inflationsrate steigen lassen. Die Fed wird daher keinen Spielraum haben, den Leitzins weiter zu senken, und wird ihn somit auf dem aktuellen Niveau von 4,25 bis 4,5 % belassen.

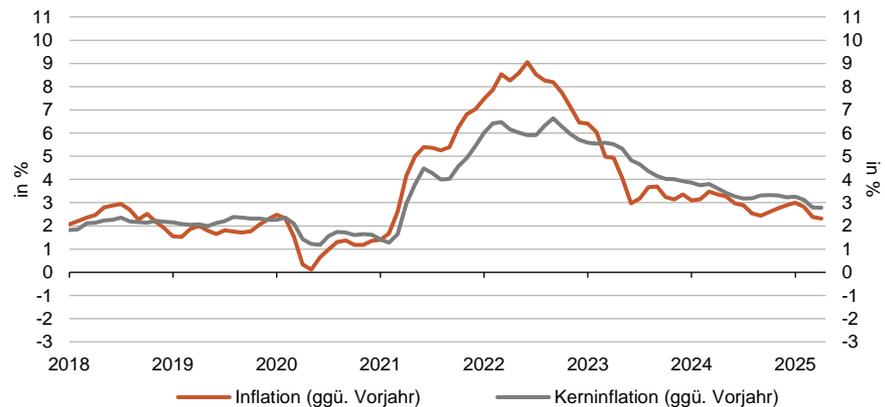
USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

Marktentwicklung

Geld & Währung

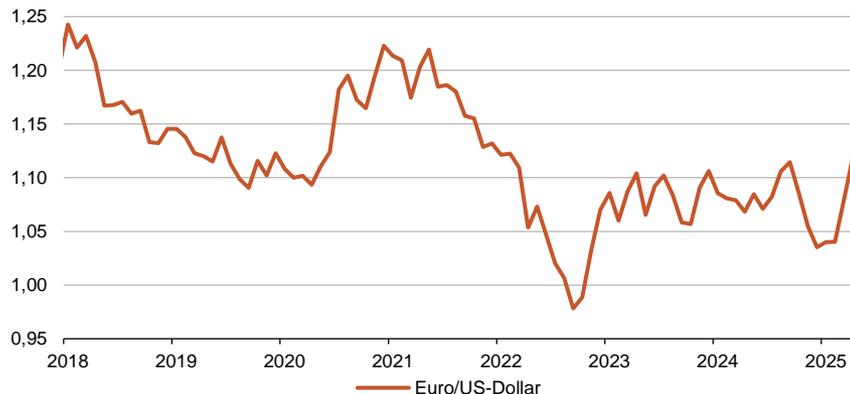


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Zinsen und Konjunktur beeinflussen den Dollar

- Der Markt rechnet derzeit mit zwei weiteren Zinssenkungen der Fed um jeweils 25 Basispunkte bis zum Jahresende. Wir sehen hingegen keinen Spielraum für eine weitere geldpolitische Lockerung der Fed. Wenn sich diese Ansicht am Markt durchsetzt, könnte der Dollar hierdurch Rückenwind bekommen.
- Zeitgleich wird die US-Wirtschaft in den kommenden Monaten voraussichtlich weiter an Schwung verlieren, während die Eurozone etwas Tritt fassen könnte. Dies würde wiederum für den Euro sprechen. Die gegenteiligen Effekte dürften sich in etwa aufheben. Insgesamt rechnen wir daher mit einer Seitwärtsbewegung beim Euro-Dollar-Wechselkurs.

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	
			19.05.2025	31.12.2025	30.06.2026
Aktienmärkte	USA	S&P 500	5.889	6.000	6.400
		DAX	23.724	24.000	26.000
	Europa	EURO STOXX 50	5.403	5.700	6.000
		MSCI Großbritannien	2.474	2.600	2.750
Rentenmärkte	USA	Fed Funds	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
		10 Jahre	4,51	4,80	4,90
	Euroland	Einlagesatz	2,25	2,00	2,00
		10 Jahre*	2,61	2,80	2,90
	Großbritannien	Bank Rate	4,25	4,25	4,00
		10 Jahre	4,69	4,70	4,70
Währungen	USA	EUR/USD	1,12	1,14	1,16
	Schweiz	EUR/CHF	0,94	0,95	0,95
	Großbritannien	EUR/GBP	0,84	0,86	0,86
	Japan	EUR/JPY	163	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	2,7	2,4	2,4	2,4												
USA	26,4	2,8	1,6	1,6	1,6	3,0	3,1	2,7	2,6	4,0	4,2	4,2	4,0	-6,9	-7,0	-6,8	-6,5
China	17,0	5,0	4,4	4,0	3,9	0,2	0,5	1,4	1,9	5,1	5,1	5,0	5,0	-7,3	-8,6	-8,5	-8,1
Japan	3,6	0,2	1,0	1,0	1,0	2,7	2,9	1,9	1,7	2,5	2,4	2,3	2,3	-4,3	-3,6	-3,3	-1,3
Indien	3,5	6,6	6,5	6,5	6,0									-7,8	-7,5	-7,5	-7,5
Lateinamerika	6,1	2,3	2,5	2,5	2,3									-4,5	-4,0	-4,0	-4,0
Europa	24,5	1,2	1,2	1,5	1,5												
Eurozone	14,8	0,8	1,0	1,4	1,5	2,4	2,1	2,3	2,5	6,4	6,4	6,0	5,4	-3,1	-3,4	-3,2	-3,0
Deutschland	4,2	-0,2	0,1	1,2	1,4	2,5	2,2	2,3	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	0,9	1,2	2,3	1,1	2,2	2,5	7,4	7,4	7,3	7,2	-6,1	-5,9	-5,4	-4,5
Italien	2,1	0,5	0,7	1,1	0,9	1,1	2,1	2,2	2,5	6,6	6,0	5,8	5,6	-3,4	-3,4	-2,9	-2,4
Spanien	1,6	3,1	2,3	2,3	2,4	2,9	2,5	2,1	2,3	11,4	10,7	10,1	9,5	-3,2	-2,9	-2,6	-2,4
Portugal	0,3	1,9	1,5	2,4	2,3	2,7	2,0	2,2	2,4	6,5	6,3	5,9	5,5	0,7	-0,1	0,0	0,0
Anderes Westeuropa																	
Großbritannien	3,3	1,1	1,2	1,2	1,5	2,5	3,4	2,7	2,3	4,3	4,6	4,6	4,6	-5,1	-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	2,0	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	1,2	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 2025.