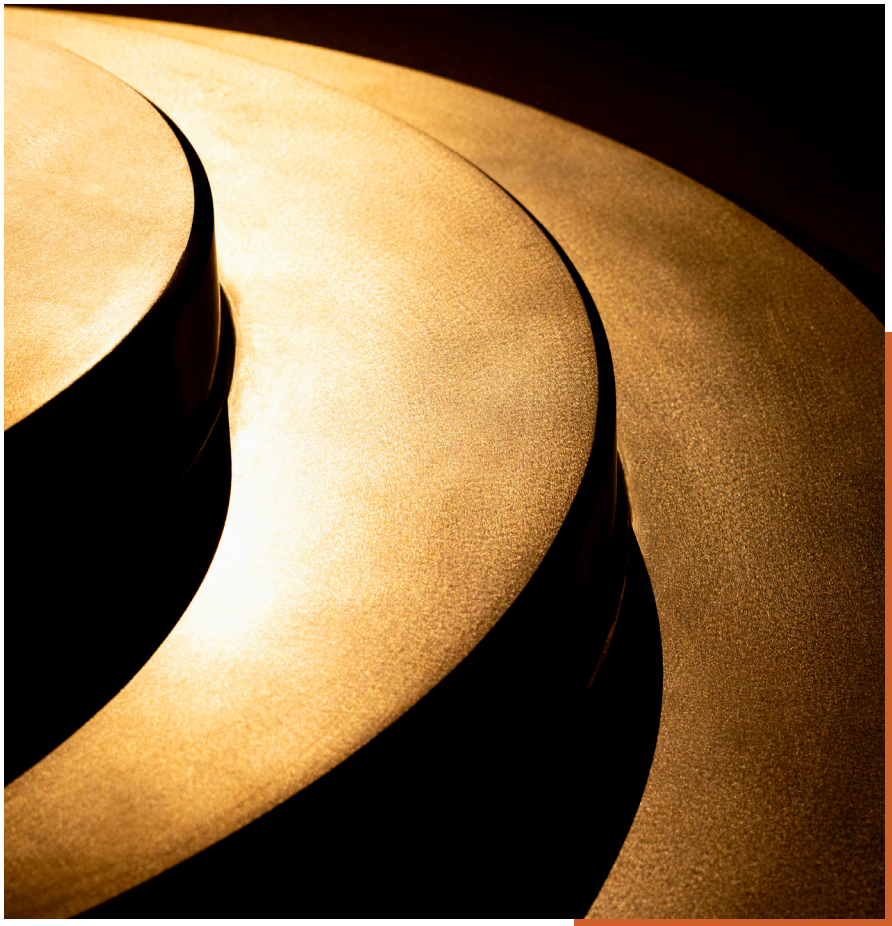
BERENBERG

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

Ausblick 2025:
Welt im Umbruch
Neue Chancen, neue Risiken



Autoren:
Dr. Holger Schmieding, Telefon +44 7771 920377, holger.schmieding@berenberg.com
Dr. Felix Schmidt, Telefon +49 69 91 30 90-1167, felix.schmidt@berenberg.de
Dr. Salomon Fiedler, Telefon +44 20 3753-3067, salomon.fiedler@berenberg.com

Abgeschlossen am 19. Dezember 2024

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. Sie 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 beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur in 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.
Stand: Dezember 2024

BERENBERG

INHALT

Teil 1 Ausblick in Kürze 1

Teil 2 Überblick: Unruhige Zeiten 2

1. Neue Chancen, neue Risiken 2
2. Wirtschaftsprognosen im Überblick 5

Teil 3 Ein Blick auf die wichtigsten Risiken 8

1. Wirtschaftliche Risiken 8
2. Politische Risiken 8

Teil 4 Im Fokus 10

1. Deutschland vor der Wahl: großer Reformbedarf 10
2. Für eine bessere Schuldenbremse 12

Teil 5 Ausgewählte Regionen 13

Teil 6 Finanzmärkte 22

1. Risikomärkte: etwas Luft nach oben trotz Rückschlagsgefahr 22
2. Zinsen: Konjunktur und Politik sorgen für Volatilität 23
3. Währungen: Politik löst die Zentralbanken als Kurstreiber ab 25

Teil 7 Kapitalmarktprognosen 27

BERENBERG

TEIL 1
AUSBLICK IN KÜRZE

Unruhige Zeiten

Trotz großer Herausforderungen haben die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte das Jahr 2024 noch besser gemeistert als erwartet. Die großen Ausnahmen waren Deutschland und Japan, deren Wirtschaften offenbar leicht geschrumpft sind. Angesichts des fortdauernden russischen Angriffs auf die Ukraine und des Wahlsiegs von Donald Trump in den USA ist die Unsicherheit zum Ausklang des Jahres 2024 allerdings hoch.

Inflation unter Kontrolle, Geldpolitik als Puffer der Konjunktur

Insgesamt schauen wir mit verhaltener Zuversicht auf das Jahr 2025. Auf beiden Seiten des Atlantiks wird die Zinswende des Jahres 2024 im Laufe des neuen Jahres die Konjunktur anschieben. Obwohl der Spielraum für weitere Zinsschritte vor allem in den USA eng begrenzt ist, könnten die Notenbanken die Konjunktur jetzt notfalls besser gegen Abwärtsrisiken absichern, als dies in den Jahren der hohen Inflation der Fall war.

Trump: erst die Party, dann der Kater?

In den USA will Trump Regulierungen abbauen und Steuern senken. Auch wenn höhere Zölle und ein härteres Vorgehen gegen Einwanderer auf Dauer die US-Wirtschaft schwächen werden, ist die Konjunkturampel in den USA nach dem Wahlsieg von Trump vorerst von Gelb auf Grün gesprungen. Auch in China deuten einige Indikatoren darauf hin, dass der neue Kreditstimulus zu wirken beginnt.

Europa: neuer Aufschwung im Frühjahr

Der chinesische Gegenwind für die europäische Konjunktur dürfte 2025 nachlassen. Sofern Europa einen Handelskrieg mit den USA vermeiden kann, wird die gute US-Konjunktur auch die Ausfuhren dorthin stützen. Zudem steigen die Einkommen der Verbraucher bereits seit dem Frühjahr 2023 stärker als die Preise. Wenn es keine neuen Schocks gibt, können die zunehmende Kaufkraft zusammen mit den niedrigeren Leitzinsen die Haushalte ermutigen, mehr Geld auszugeben. Nach einer Winterdelle erwarten wir, dass die Wirtschaft ab dem Frühjahr wieder etwas schneller wachsen wird.

Deutschland: neue Regierung, neues Glück?

In Deutschland bieten die vorgezogenen Neuwahlen die Chance für einen Neubeginn. Eine vorsichtige Reform der Schuldenbremse bei gleichzeitigem Durchforsten einiger Sozialleistungen, und der Abbau einiger Regulierungen könnten die lähmende Unsicherheit beenden und den angeschlagenen Wirtschaftsstandort stärken.

Ein fundamental positives Umfeld für Aktien – aber mit Rückschlagsgefahr

Niedrigere Zinsen, eine robuste Konjunktur in den USA, ein chinesischer Stimulus und die Hoffnung auf etwas mehr Wachstum in Europa sind fundamental positiv für Risikomärkte. Allerdings begrenzen die gerade in den USA hohen Bewertungen nach den guten Börsenjahren 2023 und 2024 das Potenzial für Aktien. Zudem könnte Trump mit seiner Unberechenbarkeit und Zolldrohungen für viel Volatilität an den Märkten sorgen. Mehr noch als sonst gilt deshalb, dass Rückschläge im Aufwärtstrend durchaus möglich sind.

Risiko Trump? Viele Karten werden neu gemischt

In einer Welt im Umbruch sind Risiken und Chancen ausgeprägter als üblich. Handelskriege könnten das exportorientierte Europa und China erheblich belasten. Und sollte Trump die US-Hilfe für die Ukraine einstellen, könnte eine Niederlage der Ukraine im Abwehrkampf gegen Russland Europa in schwere Turbulenzen stürzen. Das Risiko ist leider real. Dagegen könnte eine für die Ukraine akzeptable Lösung Europa insgesamt voranbringen. Auch im Nahen Osten werden die Karten neu gemischt. Der syrische Rückschlag für den Iran und Russland könnte sich dabei geopolitisch als Segen erweisen.

TEIL 2
ÜBERBLICK: UNRUHIGE ZEITEN

(Dr. Holger Schmieding)

1. Neue Chancen, neue Risiken

Sogar besser als erwartet

Gar nicht so schlecht: Trotz großer Herausforderungen haben die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte das Jahr 2024 sogar besser gemeistert, als wir es vor einem Jahr vorhergesagt hatten. Die großen Ausnahmen sind Deutschland und Japan, deren Wirtschaften offenbar leicht geschrumpft sind. Kräftiger Gegenwind für die deutsche Industrie aus China, die zunehmende Unsicherheit über den wirtschaftspolitischen Kurs der im November schließlich zerbrochenen Ampelkoalition sowie eine Vielzahl struktureller Probleme lasten schwer auf der deutschen Wirtschaft. Anders als für die USA, wo sich die Konjunkturdaten nach dem Wahlsieg von Donald Trump noch einmal verbessert haben, hat sich der Ausblick für Deutschland und Frankreich zum Jahresende erneut eingetrübt. Diesseits des Atlantiks müssen wir uns auf einen schwierigen Winter einstellen.

Vorsichtiger Optimismus

Dennoch überwiegt beim Blick auf das Jahr 2025 insgesamt die Zuversicht. Vier Gründe sprechen für einen vorsichtigen Optimismus für Wirtschaft und Finanzmärkte.

Zentralbanken nehmen Fuß von der Bremse

Erstens hat die Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks so weit nachgelassen, dass die Zentralbanken im Jahr 2024 ihren Fuß von der geldpolitischen Bremse nehmen konnten. Auch wenn der Spielraum für weitere Zinssenkungen begrenzt ist, in den USA mehr noch als in Europa, können die niedrigeren Leitzinsen im Laufe des neuen Jahres die Konjunktur gerade in zinssensitiven Bereichen wie dem Wohnungsbau beleben.

Gegenwind aus China lässt nach

Zweitens wird der Gegenwind für die europäische Konjunktur durch schwache Ausfuhren nach China im Jahr 2025 zumindest vorübergehend nachlassen. Obwohl viele europäische Unternehmen weiterhin Marktanteile an ihre subventionierten chinesischen Konkurrenten verlieren könnten, wird zumindest der chinesische Binnenmarkt dank eines neuen Kreditimpulses für die dortige Wirtschaft wieder wachsen können.

Trump belebt kurzfristig die US-Konjunktur

Drittens dürfte Trump mit Steuersenkungen und einem Abbau von Regulierungen der US-Konjunktur zunächst einmal weitere Impulse verleihen. Sofern Europa einen Handelskrieg mit den USA vermeiden kann, wird dies auch die Ausfuhren Europas in die USA stützen. Auf Dauer könnte Trumps teures Programm allerdings den USA schaden.

Chance für einen Neustart in Deutschland

Viertens bieten die vorgezogenen Neuwahlen in Deutschland die Chance zu einem Neubeginn. Ein guter Kompromiss zwischen Union und SPD oder Grünen könnte die lähmende Unsicherheit beenden und den angeschlagenen Wirtschaftsstandort stärken. Wir hoffen auf eine vorsichtige Reform der Schuldenbremse für mehr Investitionen und Rüstungsausgaben bei gleichzeitigem Durchforsten einiger Sozialleistungen sowie auf mehr Anreize für Arbeit und das Zurückschneiden einiger Regulierungen.

Erhebliche Risiken

Allerdings bleiben die Risiken ungewöhnlich groß, die sich vor allem mit Trump verbinden. Handelskriege könnten das exportorientierte Europa und China erheblich belasten. Und sollte Trump die US-Hilfe für die Ukraine erheblich kürzen oder sogar einstellen, könnte eine Niederlage der Ukraine im Abwehrkampf gegen Russland Europa in schwere

Turbulenzen stürzen. Dagegen könnte eine für die Ukraine akzeptable Lösung Europa insgesamt voranbringen. Je mehr Europa selbst für die Ukraine und die eigene Sicherheit tut, desto eher könnte es gelingen, Putin in die Schranken zu weisen.

Ein Blick zurück

2024: mehr Wachstum als erwartet

Bevor wir unsere Vorhersagen für 2025 erläutern, lohnt sich ein Blick zurück. Wie Tabelle 1 zeigt, hat die Weltkonjunktur im Jahr 2024 insgesamt sogar positiv überrascht. Die US-Wirtschaft konnte trotz der zunächst straffen Geldpolitik in 2024 mit einem Zuwachs von etwa 2,8 % das Ergebnis des Jahres 2023 von 2,5 % sogar noch einmal übertreffen. Während die Eurozone das erwartete Wachstum von 0,7 % erreicht hat, hat Großbritannien mit 0,8 % sogar etwas besser abgeschnitten. Der Brexit-Schock hält das Land jenseits des Ärmelkanals zwar weiter zurück, aber nicht mehr ganz so stark wie in den Jahren davor. Dass China ein unerwartet hohes Wachstum von knapp 5 % verzeichnet, dürfte jedoch vor allem daran liegen, dass die offiziellen Zahlen die Lage derzeit wohl noch mehr beschönigen als üblich. Andere Indikatoren beispielsweise über den Außenhandel Chinas deuten eher auf eine außergewöhnlich schwache Nachfrage hin.

Fiskalpolitik stützt die US-Konjunktur

Der Schlüssel zum Verständnis der noch immer robusten US-Konjunktur liegt in der Fiskalpolitik. Während der Pandemie hatten die Präsidenten Trump und Biden so großzügige Stimulusschecks verteilt, dass viele Haushalte hohe Reserven aufbauen konnten. Deshalb konnten sie auch 2024 mehr für Güter und Dienstleistungen ausgeben, als es dem reinen Anstieg ihrer laufenden Einkommen entsprochen hätte. Trotz der hohen Finanzierungskosten sind auch die Investitionen der Unternehmen in den USA im Jahr 2024 weiter kräftig gestiegen. Dazu hat neben der Fiskalpolitik mit ihren Steueranreizen für grüne und viele andere Investitionen auch der Technologieboom mit dem Fokus auf künstlicher Intelligenz beigetragen.

Zwei Überraschungen in Europa

Gemessen an den Zahlen zu Wachstum und Inflation hat sich die europäische Wirtschaft im Jahr 2024 in etwa so entwickelt wie erwartet. Allerdings gab es auch in Europa zwei Überraschungen. Zum einen ist der Kontinent trotz weiterhin hoher Energiekosten besser durch den Winter 2023/24 gekommen, als wir das vorhergesagt hatten. Dafür zeichnet sich aber angesichts der politischen Turbulenzen in Deutschland und Frankreich für das Schlussquartal 2024 eine neue Delle in der Eurozone ab, die wir vor einem Jahr nicht vorhergesagt hatten. Zum anderen hat sich die deutsche Konjunktur in 2024 nicht von der Dauerstagnation der beiden Jahre davor lösen können. Strukturelle Probleme, die härtere Konkurrenz aus China, hohe Bürokratiekosten sowie der Dauerstreit in der Ampelkoalition haben Unternehmen und Verbraucher in Deutschland so verunsichert, dass sie sich bei Investitionen sowie bei Ausgaben für langlebige Güter wie Autos mehr zurückgehalten haben als gedacht. Dagegen haben einstige Krisenstaaten wie Spanien und Griechenland erneut gezeigt, dass sich ihre Reformen auszahlen. Dank des besonders robusten Wachstums in Südeuropa konnte die Wirtschaft der Eurozone insgesamt trotz der deutschen Schwäche im Jahr 2024 um etwa 0,7 % zulegen.

Hilfe zur Selbsthilfe zahlt sich aus

Die Hilfe zur Selbsthilfe, die auch der deutsche Steuerzahler den Ländern an der Euro-Peripherie gewährt hatte, zahlt sich aus. Griechenland tilgt heute einen Teil der Hilfskredite vorzeitig. Während in Deutschland die Arbeitslosigkeit leicht steigt, ist sie in der Eurozone insgesamt mit nur noch 6,3 % im zweiten Halbjahr 2024 auf den niedrigsten Stand seit Beginn der gemeinsamen Statistik im Jahr 2000 gefallen.

Insgesamt sogar besser als erwartet

Tabelle 1: Wachstumsprognosen im Check - was hat sich geändert?

	Prognose für 2024		Prognose für 2025	
	Dez. 2023	Aktuell	Dez. 2023	Aktuell
Welt	**2,2**	**2,6**	**2,4**	**2,6**
USA	1,4	2,8	1,7	2,4
China	4,0	4,7	3,6	4,5
Japan	0,7	-0,2	1,1	1,1
Indien	6,5	7,0	6,0	6,5
Lateinamerika	2,2	2,2	2,2	2,5
Europa	**0,9**	**1,0**	**1,6**	**1,2**
Eurozone	0,7	0,7	1,7	1,0
Deutschland	0,6	-0,2	1,6	0,3
Frankreich	0,9	1,1	1,7	0,5
Italien	0,6	0,5	1,2	0,8
Spanien	1,5	3,1	2,1	2,3
Anderes Westeuropa				
Großbritannien	0,7	0,8	1,7	1,1
Schweiz	1,2	1,3	1,4	1,5
Schweden	0,8	0,7	2,0	1,6
Osteuropa				
Russland	0,0	3,3	-0,5	1,4
Türkei	2,5	2,9	2,5	3,0

Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Quelle: Berenberg, alte Prognosen aus dem „Jahresausblick 2024“, Berenberg, 21. Dezember 2023

Japan ähnlich schwach wie Deutschland

Beim Vergleich unserer Prognosen aus dem Dezember 2023 mit der aktuellen Lage fallen zwei weitere Unterschiede ins Auge. Erstens ist die Wirtschaft in Japan ebenso wie in Deutschland im Jahr 2024 offenbar geschrumpft, statt zumindest ein verhaltenes Wachstum erreichen zu können. Während die deutsche Ausfuhr an Gütern und Dienstleistungen 2024 nach Abzug der Inflation um etwa 0,5 % zurückgegangen ist, ist sie in Japan auch aufgrund der größeren Nähe zu China sogar um etwa 2 % eingebrochen. Zudem hat der weiterhin verhaltene Anstieg der Löhne in Japan die Stimmung der privaten Verbraucher gedrückt, sodass sie ihre Ausgaben preisbereinigt sogar leicht zurückgefahren haben, während der deutsche private Verbrauch offenbar weitgehend stagnierte.

Russlands Kriegsausgaben treiben Konjunktur und Inflation

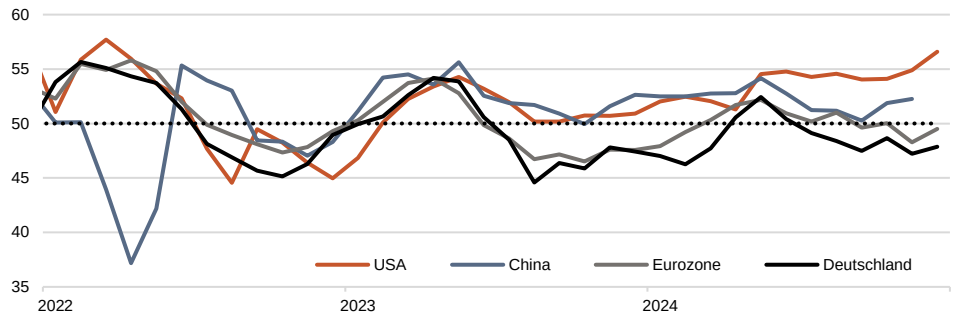
Zweitens zeigen die offiziellen Zahlen für Russland erneut eine unerwartet robuste Konjunktur an. Allerdings beruht dies ausschließlich auf den explosionsartig zunehmenden Staatsausgaben für den Krieg gegen die Ukraine. So müssen einige russische Regionen mittlerweile bis zu 5 Millionen Rubel (etwa 50.000 Euro) als Bonus bieten, damit sich Männer zum Kriegsdienst melden. Hohe Staatsausgaben und der Mangel an zivilen Arbeitskräften treiben die Inflation, die von den offiziellen Zahlen unterzeichnet wird. Wie üblich staut sich im Krieg ein Inflationsdruck auf, der sich in kommenden Jahren mit schwerwiegenden Folgen zu entladen droht. Auch der hohe Leitzins von 21 % und der schwache Rubel deuten auf zunehmende Probleme hin. Russlands Fähigkeit, den Krieg durchzuhalten, ist begrenzt. Die eigentliche Frage ist, ob der Westen die Ukraine lange genug unterstützt, um sich gegen ein schwächer werdendes Russland durchzusetzen.

2. Wirtschaftsprognosen im Überblick

Ein trüber Winter für Europa, aber nicht für die USA

Zum Ende des Jahres 2024 ist der unmittelbare Ausblick auf das kommende Jahr durchwachsen. In den USA ist die Konjunkturampel nach dem Wahlsieg von Trump von Gelb auf Grün gesprungen. Auch in China deuten einige Indikatoren darauf hin, dass der neue Kreditstimulus zu wirken beginnt. In Umfragen unter Einkaufsmanagern von Unternehmen überwiegt dort wieder ein leichter Optimismus – siehe Abb. 1. Die Umfragewerte lagen zuletzt wieder etwas deutlicher über dem Wert von 50, welcher Expansion von Kontraktion trennt. In Europa sind die Frühindikatoren der Konjunktur dagegen zuletzt erneut eingebrochen. In der Eurozone belastet vor allem die politische Unsicherheit in Deutschland und Frankreich den Ausblick, in Großbritannien haben dagegen die angekündigten Steuererhöhungen der Labour-Regierung von Keir Starmer vielen Bürgern und Unternehmen die Stimmung verhagelt. Europa muss sich auf einen trüben Winter einstellen.

Abbildung 1: Konjunkturindikatoren in den USA und China deutlich stärker als in Europa



Einkaufsmanagerindizes, Gesamtindex in Indexpunkten, Wachstumsschwelle = 50 Punkte, Monatsdaten. Quellen: S&P Global, Caixin

Gute Gründe für eine robuste Weltkonjunktur

Dennoch sprechen aus wirtschaftlicher Sicht gute Gründe dafür, dass sich die Weltkonjunktur im neuen Jahr mindestens ebenso gut entwickeln kann wie im Jahr 2024, das ja mit wenigen Ausnahmen wie in Deutschland und Japan eher von positiven als von negativen Überraschungen gekennzeichnet war:

Geldpolitik begrenzt Abwärtsrisiken

- Der Rückgang der Inflation auf ein erträgliches Niveau hat es den Notenbanken bereits im Laufe des Jahres 2024 ermöglicht, zu einer weniger restriktiven Politik zurückzukehren. Auch wenn der Spielraum für weitere Zinsschritte begrenzt ist, in den USA mehr noch als in Europa, kann dieser Schwenk der Geldpolitik im Jahr 2025 seine Wirkung entfalten. Ihr Ziel eines Preisauftriebs von 2 % haben die Notenbanken zwar noch nicht ganz erreicht. Sie sind jedoch nicht mehr weit davon entfernt. Das würde ihnen auch die Freiheit geben, einer unerwarteten Schwäche der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage mit einem geldpolitischen Stimulus zu begegnen. Kurz gesagt: Die Zentralbanken können die Konjunktur besser gegen Abwärtsrisiken absichern, als dies in den Jahren der hohen Inflation der Fall war.

Fiskalpolitik stützt US-Konjunktur

- In vielen Teilen der Welt wird auch die Fiskalpolitik die Konjunktur stützen. Mit der republikanischen Mehrheit in beiden Kammern des US-Kongresses kann Trump die Steuern in den USA senken. Zwar hat er die Tech-Milliardäre Elon Musk und Vivek Ramaswamy beauftragt, auch die Staatsausgaben zu durchforsten. Sie werden

vermutlich einige US-Bundesbehörden verkleinern oder sogar abschaffen und die Effizienz der Verwaltung stellenweise verbessern können. Aber an den großen Ausgabenblöcken (Sozial- und Militärausgaben, öffentliche Investitionen sowie Gehälter) werden sie wenig ändern können. In der Summe bleibt die US-Fiskalpolitik expansiv.

Weniger Gegenwind aus China

- Auch China hat sich nach langem Zögern entschlossen, seine Konjunktur durch einen neuen Kredit- und Fiskalimpuls zu stützen. Dank hoher Subventionen hat China sich in einigen wichtigen Industriezweigen eine Spitzenposition gekauft. Vermutlich werden europäische und japanische Anbieter in China auch 2025 weiter Marktanteile an die heimische Konkurrenz verlieren. Aber da der chinesische Binnenmarkt im Jahr 2025 vermutlich wieder etwas zulegen wird, könnten die Ausfuhren nach China in etwa stagnieren, statt wie im Jahr 2024 zurückzugehen. Anders gesagt: Der konjunkturelle Gegenwind aus China wird für einige Zeit nachlassen. Die großen strukturellen Probleme Chinas wird der Stimulus für die Nachfrage aber nicht lösen können.

Arbeitslosigkeit steigt auch in Europa kaum

- Im konjunkturell zunächst schwächelnden Europa wird die Arbeitslosigkeit angesichts eines strukturellen Mangels an Arbeitskräften im Winter nur sehr begrenzt zunehmen. Selbst für Deutschland erwarten wir bei weiterhin hoher Nachfrage nach Arbeitskräften im Dienstleistungssektor, dass die abnehmende Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe nur zu einem maßvollen Anstieg der Arbeitslosenzahlen führen wird. Das begrenzt die Abwärtsrisiken für das Verbrauchervertrauen und den privaten Konsum.

Neuwahlen in Deutschland: Chance für Neustart

- In Deutschland können die vorgezogenen Neuwahlen auf zweierlei Weise dazu beitragen, dass sich der wirtschaftliche Ausblick ab dem Frühjahr aufhellen kann. Zum einen hat der lärmende Dauerstreit in der Ampelkoalition im Jahr 2024 die Stimmung im Lande immer mehr beeinträchtigt. Sichtbar wurde dies beispielsweise an einem Maß für die wirtschaftspolitische Unsicherheit – siehe Abbildung 5 auf Seite 17. Unsicherheit bremst Investitionen. Das hat sich 2024 in Deutschland erneut gezeigt. Sobald eine neue Regierung sich auf ein Programm geeinigt hat, dürfte diese Unsicherheit nachlassen. Zum anderen erwarten wir, dass eine vermutlich unionsgeführte Koalition sich dabei auf ein Programm verständigt, das den Standort Deutschland wieder stärken kann – siehe auch Teil 3.1.

Angesichts der in vielen Ländern weiterhin überdurchschnittlich steigenden Staatsausgaben für Rüstung, Investitionen, Klimaschutz und Rentenzahlungen werden die Fehlbeträge in den Staatshaushalten in Europa im Jahr 2025 wohl nur leicht zurückgehen. In den USA und China werden die Defizite voraussichtlich sogar weiter steigen.

Tabelle 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick

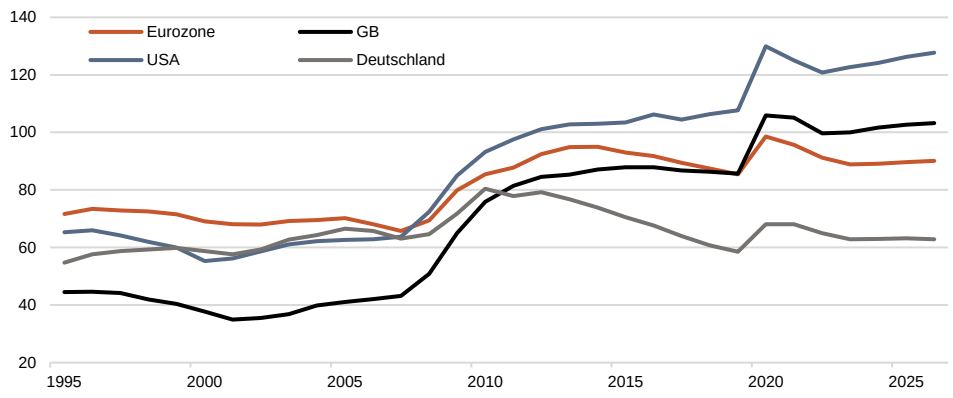
		BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosigkeit			Staatshaushalt		
	Gewicht	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Welt	100,0	2,6	2,6	2,7									
USA	26,1	2,8	2,4	2,2	3,0	2,9	2,6	4,1	4,1	3,6	-6,5	-7,5	-7,0
China	16,9	4,7	4,5	4,3	0,3	0,8	1,4	5,1	4,8	4,8	-7,0	-7,3	-7,5
Japan	4,0	-0,2	1,1	1,0	2,6	2,1	1,7	2,5	2,3	2,3	-4,3	-3,7	-2,5
Indien	3,4	7,0	6,5	6,5							-7,8	-7,5	-7,5
Lateinamerika	6,3	2,2	2,5	2,5							-4,5	-4,0	-4,0
Europa	24,3	1,0	1,2	1,6									
Eurozone	14,8	0,7	1,0	1,5	2,4	2,0	2,2	6,4	6,4	6,1	-3,0	-2,6	-2,0
Deutschland	4,3	-0,2	0,3	1,2	2,5	2,1	2,1	3,4	3,6	3,4	-1,4	-1,3	-1,0
Frankreich	2,9	1,1	0,5	1,0	2,3	1,8	2,1	7,5	7,5	7,3	-6,1	-6,0	-5,4
Italien	2,2	0,5	0,8	1,2	1,1	1,8	2,1	6,4	5,8	5,6	-4,5	-3,7	-2,9
Spanien	1,5	3,1	2,3	2,3	2,8	2,1	2,3	11,5	10,8	10,2	-3,2	-3,0	-2,6
Anderes Westeuropa													
Großbritannien	3,2	0,8	1,1	1,4	2,6	3,0	2,8	4,3	4,4	4,5	-4,5	-3,8	-3,3
Schweiz	0,8	1,3	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	2,2	2,1	2,1	0,5	0,3	0,3
Schweden	0,6	0,7	1,6	1,8	3,0	2,2	2,2	8,2	8,0	8,0	-0,7	-0,1	-0,1
Osteuropa													
Russland	1,9	3,3	1,4	1,4	8,1	9,0	8,0	2,9	3,2	3,2	-1,5	-2,0	-2,0
Türkei	1,1	2,9	3,0	3,0	56,0	28,0	28,0	10,4	10,0	10,0	-5,0	-4,0	-4,0

Saldo im Staatshaushalt in % des BIP. Alle anderen Werte: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Die US-Daten zum Staatshaushalt sind nicht direkt mit den europäischen Angaben zu vergleichen. In der in Europa üblichen Maastricht-Definition für den Gesamtstaat würden die US-Defizite etwas höher ausfallen. Quelle: Berenberg

Staatsdefizite bleiben aber hoch – Ausnahme Deutschland?

In Deutschland rechnen wir damit, dass eine neue Regierung die rigide Schuldenbremse etwas lockert, indem sie entweder die Obergrenze für den Fehlbetrag im Staatshaushalt etwas anhebt oder zumindest den Bundeswehr-Sonderfonds erheblich aufstockt. Aber bei einer langsam Tritt fassenden Konjunktur könnte das Staatsdefizit in etwa auf dem Niveau des Jahres 2024 verbleiben. Mit einem Fehlbetrag von 1,4% der jährlichen Wirtschaftsleistung wird Deutschland damit aber weiterhin zu den Ländern mit einer vergleichsweise soliden Finanzpolitik gehören – siehe Abbildung 2.

Abbildung 2: Staatsschulden – die deutsche Ausnahme



Staatsschulden in % des Bruttoinlandsprodukts. Quelle: Europäische Kommission

TEIL 3

EIN BLICK AUF DIE WICHTIGSTEN RISIKEN

1. Wirtschaftliche Risiken

(Dr. Holger Schmieding)

Trump = mehr Inflation?

Die wesentlichen Risiken für unseren Ausblick ergeben sich aus den Annahmen, die unseren Prognosen zugrunde liegen. Sollte beispielsweise die Inflation bereits im Jahr 2025 wieder spürbar anziehen, könnten die Notenbanken die Konjunktur weniger stützen als erwartet. In Europa halten wir dieses Risiko für gering. In den USA ist aber nicht ausgeschlossen, dass Trump mit Zöllen und einem harten Vorgehen gegen Einwanderer die Inflation erneut anheizt und die US-Fed damit im Extremfall sogar dazu zwingen könnte, ihren Leitzins wieder anzuheben. Unwahrscheinlich, aber nicht unmöglich.

Zölle: Will Trump vor allem verhandeln …

Für europäische Unternehmen birgt vor allem Trumps Rückkehr ins Weiße Haus erhebliche handelspolitische Risiken. Wir rechnen damit, dass Trump zunächst nur selektive, aber schlagzeilenträchtige Zölle verhängen wird. Darüber hinaus wird er wohl drohen, noch wesentlich weiter zu gehen, wenn China und Europa ihm in den Verhandlungen keine bedeutenden Zugeständnisse machen. Das wäre vergleichbar mit seinem Ansatz in den Jahren 2017–2020. Isoliert betrachtet könnte dies das Wachstum in der Eurozone im Jahr 2025 um 0,3 Prozentpunkte und im stark ausfuhrabhängigen Deutschland um bis zu 0,5 Prozentpunkte senken, da Zölle und die Unsicherheit über das weitere Vorgehen Trumps das Geschäftsvertrauen und die Investitionen belasten dürften. Eine höhere US-Binnennachfrage und der Wettbewerbsvorteil für ausländische Anbieter, der sich aus einem zunächst weiterhin starken US-Dollar ergibt, wird dies jedoch teilweise ausgleichen. Dies haben wir in unseren Vorhersagen entsprechend berücksichtigt.

… oder wird er nahezu alle Drohungen wahr machen?

Sollte Trump dagegen seine Drohungen wahr machen und Zölle von 10 % oder 20 % auf alle US-Einfuhren und möglicherweise 60 % auf alle Lieferungen aus China erheben, würde dies den Ausblick für die Konjunktur in Europa, Asien, Lateinamerika und – in zunächst geringerem Umfang – auch für die USA eintrüben. Solche Zölle könnten allerdings die US-Inflation im Laufe des nächsten Jahres um bis zu 2 Prozentpunkte – oder mehr – erhöhen. Das könnte Trump politisch erheblich schaden. Denn die Demokraten haben die Wahlen 2024 ja unter anderem deshalb verloren, weil die Verbraucher sie für den Preisanstieg nach der Pandemie verantwortlich gemacht haben. Deshalb rechnen wir damit, dass Trump und die Republikaner im Kongress, deren Mehrzahl sich bereits im November 2026 zur Wiederwahl stellen muss, vor solch drakonischen Zöllen zurückschrecken werden.

2. Politische Risiken

Im Schatten der Geopolitik

Vor knapp drei Jahren hat Russlands brutaler Angriff auf die Ukraine gezeigt, wie sehr geopolitische Risiken auch Weltkonjunktur und Weltmärkte treffen können. Trump hat wiederholt behauptet, er könne Russlands Krieg gegen die Ukraine innerhalb von 24 Stunden beenden. Das klingt zwar nach seinem üblichen Getöse. Aber er wird vermutlich dennoch erhebliche Anstrengungen unternehmen, den Konflikt zu beenden oder zumindest einzufrieren. Die eigentliche Frage ist, wie er dabei vorgehen wird.

Stellt Trump die Hilfen für die Ukraine ein?

Die US-Militärhilfe ist bisher von entscheidender Bedeutung für die Ukraine. Sollte Trump einfach die meisten (oder alle) dieser Hilfen für die Ukraine beenden, müsste Europa sofort in die Bresche springen und beispielsweise Anleihen im Wert von 50 Milliarden Euro ausgeben, um in den USA die Waffen und die Munition zu kaufen, die die Ukraine braucht, die Europa aber nicht selbst produzieren kann. Ansonsten könnte Putin den Zermürbungskrieg gewinnen. Ein Sieg Putins über die Ukraine könnte das politische Gefüge Europas erschüttern sowie das Geschäftsklima und das Verbrauchervertrauen belasten. Es würde den Kontinent zudem zu deutlich höheren Verteidigungsausgaben zwingen und könnte neue Flüchtlingsströme aus der Ukraine nach Westen auslösen. Auch angesichts der teils zögerlichen Hilfe aus Europa ist dies leider eine reale Gefahr.

Ein für die Ukraine akzeptables Ende des Konfliktes wäre ein Plus für Europa

Andererseits gibt es durchaus eine Chance, dass Trump versuchen wird, den russischen Präsidenten Wladimir Putin zu zwingen, den Krieg zu Bedingungen einzufrieren, die die Ukraine akzeptieren kann. Er könnte damit drohen, der Ukraine andernfalls alle Waffen zu schicken, die Kiew angefordert hat. Damit die Ukraine einen Waffenstillstand entlang der aktuellen Frontlinie akzeptieren könnte, müsste dies vermutlich mit klaren Sicherheitsgarantien einhergehen. Statt einer Aufnahme in die NATO, die beispielsweise Ungarn vermutlich ohnehin blockieren würde, könnte dazu auch gehören, europäische Soldaten in die Ukraine zu entsenden, um dort den Waffenstillstand zu überwachen und Putin vor einem neuen Angriff abzuschrecken. Ein für die Ukraine akzeptables Ende des Krieges könnte das Verbrauchervertrauen und das Geschäftsklima in Europa stützen. Der Wiederaufbau der Ukraine wäre zudem eine Chance für viele Unternehmen. Dies würde sich leicht positiv auf die europäische Konjunktur auswirken.

Zu wenig Hilfe aus dem Westen könnte den Krieg verlängern

Möglich ist allerdings auch, dass der Konflikt auch im Jahr 2025 nicht endet, weil wie bisher keine Seite einen entscheidenden Vorteil auf dem Schlachtfeld erringt. Dies wäre der Fall, wenn der Westen die Ukraine zwar hinreichend unterstützt, um weiterkämpfen zu können, aber eben nicht so sehr, dass Putin seinen Angriff beenden müsste.

Ein kleines Signal der Hoffnung?

Bisher lässt sich aus Trumps Äußerungen noch kein klares Vorgehen in dieser geopolitischen Frage ableiten. Dass er China-Hardliner wie Marco Rubi**o** zum Außenminister oder Mike Waltz zum Nationalen Sicherheitsberater ernannt hat, könnte ein kleines Signal an die Ukraine sein. Denn eine Niederlage der Ukraine aufgrund unzureichender Hilfe aus den USA und Europa könnte von China als Zeichen der Schwäche interpretiert und auf die Situation in Taiwan übertragen werden.

Das chinesische Risiko

Zu den geopolitischen Risiken gehören auch Chinas immer lauter vorgetragene Drohungen gegen Taiwan. Sollte Peking diesen Worten Taten folgen lassen, könnte dies die Welt in erhebliche Turbulenzen stürzen. Allerdings ist das in weiten Teilen immer noch arme China letztlich mehr noch als Europa und die USA vom Welthandel abhängig. Eigentlich kann es sich keinen großen Konflikt mit der Supermacht USA leisten. Aber die Konzentration der Macht in den Händen eines „roten Kaisers“ mit unbegrenzter Amtszeit birgt erhebliche Risiken. Denn Einzelherrscher, denen niemand mehr zu widersprechen wagt, neigen zu Fehlern. Auch wenn Chinas Militär wohl erst in einigen Jahren in der Lage sein dürfte, Taiwan anzugreifen, müssen wir dieses Risiko auf Dauer ernst nehmen. China steckt weiterhin viel Geld in den Aufbau seines Militärs. Wenn der Westen allerdings der Ukraine so beisteht, dass Putin geschwächt statt gestärkt aus dem Konflikt hervorgeht, könnte dies dazu beitragen, Peking von einem Angriff auf Taiwan abzuhalten.

TEIL 3
IM FOKUS

1. Deutschland vor der Wahl: großer Reformbedarf

(Dr. Salomon Fiedler)

Ohne Reformen kaum Wachstumspotenzial

Wir erwarten zwar einen konjunkturellen Aufschwung für die deutsche Wirtschaft im späteren Verlauf von 2025 und 2026. Dies sollte aber nicht über die schlechten Aussichten für das Potenzialwachstum, welches solche konjunkturellen Schwankungen ausklammert, hinwegtäuschen. Um sich dauerhaft aus der wirtschaftlichen Stagnation der letzten drei Jahre zu lösen, benötigt Deutschland tiefgreifende Strukturreformen.

Abwärtsrisiko gegenüber offiziellen Projektionen

Die Europäische Kommission rechnet für Deutschland noch mit einem durchschnittlichen jährlichen Potenzialwachstum von 0,7 % für den Rest des Jahrzehnts. Zwischen 2010 und 2019 hatte diese Potenzialrate noch 1,3 % betragen. Allerdings begann sie bereits vor der Pandemie ihren Sinkflug: Von 1,7 % in 2015 rutschte sie bis 2019 auf 1,1 % ab. Die Gemeinschaftsdiagnose der führenden Wirtschaftsforschungsinstitute passt die Kommissionsmethode an, um sie für Deutschland plausibler zu machen, und errechnet eine geringere Potenzialrate von nur 0,4 %. Auch bei dieser Zahl sehen wir noch Abwärtsrisiken. Alle Produktionsfaktoren – Arbeit, Kapital und Produktivität – dürften in Zukunft weniger zum Wachstum beitragen.

Arbeit: negativer Beitrag wegen des demografischen Wandels

Aufgrund der demografischen Alterung dürfte das verfügbare Arbeitsvolumen in den kommenden Jahren zurückgehen – und das selbst bei einer weiter recht hohe Nettozuwanderung. Die meiste Luft nach oben beim Arbeitseinsatz besteht bei den geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer, welche in keinem anderen Mitgliedsland der OECD (die „Organisation for Economic Co-operation and Development" vereint 38 größtenteils entwickelte Volkswirtschaften) so niedrig sind wie in Deutschland. Teilweise liegt dies daran, dass die Teilzeitquoten in Ländern wie Deutschland, in denen vergleichsweise viele Menschen einer Arbeit nachgehen, generell hoch sind. Darüber hinaus ist die Steuer- und Abgabenlast in Deutschland aber auch besonders drückend. Niedrigere Steuern könnten die Arbeitsanreize deutlich verbessern. Allerdings dürfte es bereits sehr schwierig sein, eine weitere Verschlechterung zu verhindern: Ohne Reformen könnten steigende Ausgaben für Renten, Pflege und das Gesundheitssystem in den kommenden zehn Jahren die Sozialabgaben um weitere 10 Prozentpunkte in die Höhe treiben.

Kapital: geringerer Zuwachs

Die Zunahme des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks wird in Zukunft wohl nur in sehr geringem Ausmaß zum Potenzialwachstum beitragen. Ein Problem ist, dass während des 2021 einsetzenden Inflationsschubs die Kosten für Investitionsgüter sogar noch stärker stiegen als das allgemeine Preisniveau. Das drückt selbst bei recht hohen nominalen Ausgaben auf die realen Neu- und Ersatzinvestitionen. Einem stärkeren Anstieg der Investitionen steht auch ein immer dichteres regulatorisches Geflecht entgegen. Zudem sind nicht alle Investitionen gleich nützlich. Insbesondere dürften die Ausgaben für die grüne Energiewende oft die Produktionskapazitäten nicht so erhöhen wie andere Investitionen – z. B. wenn Erneuerbare-Energie-Anlagen nur konventionelle Kraftwerke ersetzen, die eigentlich noch funktionstüchtig sind. Die geschätzten Kosten

der Energiewende sind hoch. Sie könnten einen erheblichen Teil der deutschen Nettoinvestitionen ausmachen. Um die bremsende Wirkung auf das Produktionspotenzial zu mildern, sollte die Politik Detailvorgaben zu Einsparmaßnahmen in bestimmten Bereichen zurücknehmen und stattdessen die CO_2-Preissignale wirken lassen. Dann könnten Unternehmen und Haushalte selbst die effizientesten Einsparpotenziale für Emissionen bestimmen. In der Stromerzeugung sollte keine Technologie (z. B. Nuklearenergie) kategorisch ausgeschlossen werden. Stattdessen sollten die echten Kosten von den Verursachern getragen werden, sodass beispielsweise die Preise für schwankungsanfällige Energien auch die Kosten für den Netzausbau und notwendige Reservekraftwerke beinhalten.

Produktivität: schwer zu messen, aber viele negative Anzeichen

Entscheidend für den Wohlstand ist letztlich die Produktivität. Sie umfasst alles vom technologischen Fortschritt über die Qualität der Institutionen bis hin zur Kompetenz der Arbeitnehmer. Zwar lässt sie sich nicht direkt messen, allerdings deuten viele Indizien darauf hin, dass sich ihr Zuwachs in den jüngsten Jahren verlangsamt hat:

- Die bürokratische Belastung hat stark zugenommen. Seit 2021 steigen schon die direkten Erfüllungskosten, in denen Preiseffekte oder entgangene Geschäfte nicht enthalten sind, aufgrund neuer Regelungen rapide. Neben hausgemachten Fehlern (wie dem Gebäudeenergiegesetz) trägt hierzu auch die Flut an EU-Regeln bei, die von Deutschland in nationales Recht umgesetzt werden müssen.
- Vergleichstests für Schüler zeigen nachlassende Kompetenzniveaus an – mit besonders niedrigen Werten für Zuwanderer der ersten Generation. Es ist zweifelhaft, dass die in den vergangenen Jahren ins Land gekommenen Flüchtlinge die aufgrund der geringen heimischen Geburtenraten entstandenen Lücken in der jungen Generation ohne Produktivitätsabstriche füllen können.
- Das gesellschaftliche Vertrauen scheint zwar immer noch recht hoch zu sein, aber doch niedriger als noch vor zehn Jahren. Hohes Vertrauen hilft, Reibungsverluste in der Wirtschaft sowie Kosten für Sicherheit und Überwachung gering zu halten.
- Protektionismus und die Sorge, in den Lieferketten von geopolitischen Rivalen abhängig zu sein, sind auf dem Vormarsch. Daher dürften die Effizienzgewinne aus internationalem Handel in Zukunft geringer ausfallen.

Neuwahlen und Reformhoffnungen

Die vorgezogene Bundestagswahl am 23. Februar 2025 wird aller Voraussicht nach einen Regierungswechsel zur Folge haben. Allerdings wird sich wohl auch ein Kanzler Friedrich Merz neben seiner CDU/CSU auf einen Koalitionspartner aus der linken Mitte stützen. Wir rechnen damit, dass als Koalitionskompromiss die deutsche Schuldenbremse etwas gelockert wird (siehe auch den nächsten Abschnitt „Für eine bessere Schuldenbremse“), aber im Gegenzug die neue Regierung zumindest einige wachstumsförderliche Reformen angeht. Hilfreich wären unserer Meinung nach:

- Steuersenkungen und Anpassungen am Sozialsystem, um die Anreize für Arbeit und Investitionen zu verbessern (oder zumindest nicht weiter zu verschlechtern);
- eine rationalere Energiepolitik, die Systemkosten bei den Verursachern internalisiert, aber auf Sektorziele, Subventionen und Vorgaben verzichtet;
- Deregulierung (einschließlich auf EU-Ebene) und vereinfachte Bürokratie sowie
- ein klarer Blick auf das Arbeitskräftepotenzial – z. B. könnte ein „Gesellschaftsjahr“, das junge Leute für ein Jahr dem Arbeitsmarkt vorenthält, hier kontraproduktiv sein.

2. Für eine bessere Schuldenbremse

(Dr. Holger Schmieding)

Eine Schuldenbremse ist sinnvoll

Eine Schuldenbremse im Grundgesetz ist sinnvoll. Ebenso wie die Unabhängigkeit der Zentralbank beschränkt sie den Handlungsspielraum von Parlament und Regierung. Dies kann die Politiker dazu anleiten, sich mehr an langfristig sinnvollen Zielen statt an kurzfristigen Wiederwahlinteressen auszurichten. Aber dafür muss die Regel angemessen sein. In ihrer jetzigen Form droht Deutschlands Schuldenbremse jedoch das Potenzial für Wachstum und Wohlstand sowie die nationale Sicherheit zu mindern statt zu fördern.

Bei zu wenig Investitionen leidet die kommende Generation

Staatsschulden werden ebenso wie die Infrastruktur und andere Vermögenswerte von Generation zu Generation vererbt. Wird heute zu wenig für Infrastruktur und Bildung getan, leiden darunter kommende Generationen. Ebenso wie das Fremdkapital erfolgreicher Unternehmen müssen Staatsschulden nicht auf null zurückgeführt werden. Stattdessen müssen sie in einem angemessenen Verhältnis zur aktuellen und künftigen Wirtschaftskraft stehen.

Schulden sollten langsamer wachsen als die Wirtschaftsleistung

Im Normalfall sollten die Schulden langsamer wachsen als die Wirtschaftsleistung. Dann geht die Schuldenquote, also das Verhältnis von Schulden zum BIP, zurück. Dies schafft Spielraum für Notfälle. Aber die jetzige Regel, die den Ländern keine Nettokreditaufnahme erlaubt und die Neuverschuldung des Bundes auf nur 0,35 % der Wirtschaftsleistung begrenzt, ist zu strikt. Die im Grundgesetz verankerte Pflicht, die zusätzlichen Pandemie- und Verteidigungsschulden nach einiger Zeit wieder zu tilgen, könnte den Bund ab 2028 sogar zu Überschüssen im laufenden Haushalt zwingen. Solch eine Rosskur ist weder realistisch noch wünschenswert. Wer öfters mit der Bahn fährt, kann dies nachvollziehen. Deutschland muss mehr investieren und zudem seine Verteidigung stärken.

Fünf Vorschläge zur Reform

Eine sachgerechte Schuldenbremse sollte von der jetzigen Regel in fünf Punkten abweichen: Erstens wird der Deckel für das laufende Defizit von 0,35 % auf 1 % angehoben. Dann könnte die Schuldenquote im Trend weiter sinken, sofern es zu keinen weiteren großen Krisen kommt. Zweitens wird ein Anteil an dem zusätzlichen Spielraum den Bundesländern zugesprochen, vielleicht 0,4 Prozentpunkte von den insgesamt 1 % der Wirtschaftsleistung. Gerade die Länder und Gemeinden müssen sich auf steigende Pensionslasten einstellen. Drittens darf die strukturelle Nettokreditaufnahme nicht die Nettoinvestitionen übersteigen. Viertens geben sich Bund und Länder nach dem Ende einer außergewöhnlichen Notlage ein weiteres Jahr Zeit, ihre Defizite auf die erlaubte Höchstgrenze zurückzuführen. Und fünftens wird die Pflicht zur Tilgung von Sonderschulden ausgesetzt, sofern die Schuldenquote insgesamt nicht 60 % übersteigt. International gelten Deutschlands Fiskalwirren derzeit nicht als gutes Beispiel. Mit einem realistischen Rahmen für die eigene Fiskalpolitik könnte Deutschland wieder zum Vorbild werden.

Mehr Geld für die Verteidigung

Darüber hinaus könnte Deutschland sich selbst einen großen Gefallen tun, indem es den Bundeswehr-Sonderfonds von derzeit 100 Milliarden Euro noch vor der vorgezogenen Bundestagswahl um mindestens 200 Milliarden Euro aufstockt. Das wäre ein starkes Signal an Putin. Es könnte vielleicht sogar Trump davon abhalten, Deutschland als vermeintlichen Trittbrettfahrer der Sicherheitspolitik mit Strafzöllen zu überziehen.

BERENBERG

TEIL 4
AUSGEWÄHLTE REGIONEN

(Dr. Felix Schmidt und Dr. Salomon Fiedler)

Ultrasanfte Landung in den USA gefolgt von Trump-Boost

US-Wirtschaft weiterhin sehr robust

Die US-Wirtschaft expandierte im Jahr 2024 erneut deutlich stärker als im Vorfeld erwartet. Neben einer expansiven Fiskalpolitik und einem soliden privaten Konsum trug auch die von der Fed im September eingeleitete Zinswende zur positiven Entwicklung bei. Auch im dritten Quartal 2024 verlor das US-BIP kaum an Schwung und konnte mit einer annualisierten Rate von 2,8 % erneut deutlich über dem Trendwachstum von rund 2,0 % zulegen. Für das Schlussquartal zeichnet sich allenfalls ein leichter Tempoverlust ab, sodass wir für das Gesamtjahr 2024 einen kräftigen BIP-Anstieg von 2,8% erwarten.

Der überhitzte Arbeitsmarkt hat sich etwas abgekühlt

Während die Wirtschaft weiterhin kräftig expandiert, hat sich der Anfang 2024 noch deutlich überhitzte Arbeitsmarkt im Jahresverlauf etwas abgekühlt. Ein Einbruch war jedoch nicht zu verzeichnen. Die Arbeitslosenquote liegt mit knapp über 4 % auf einem im historischen Vergleich immer noch niedrigen Niveau. Während zu Beginn des Jahres 2023 noch zwei offene Stellen auf eine arbeitslose Person kamen, liegt das Verhältnis inzwischen wieder bei etwa eins zu eins und damit in etwa auf dem Niveau vor der Corona-Pandemie.

Steuersenkungen werden die Konjunktur beleben …

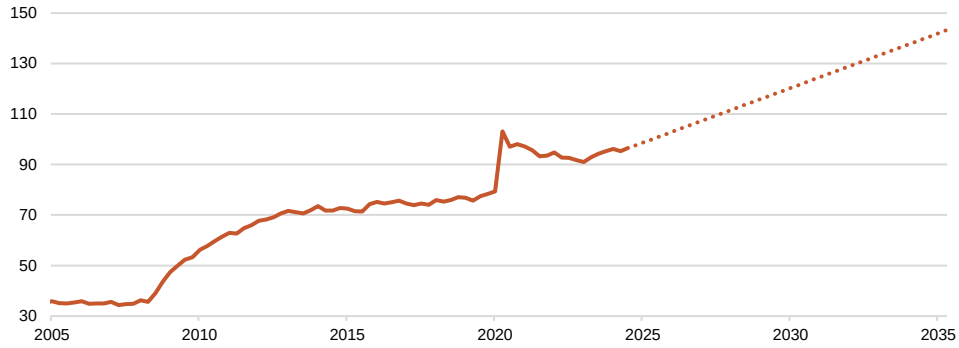
Derzeit sieht es also nach einer sehr weichen Landung für die US-Wirtschaft aus. Der wiedergewählte Präsident Donald Trump könnte im kommenden Jahr durch Steuersenkungen und Deregulierungen sogar weitere Wachstumsimpulse setzen. Aufgrund der republikanischen Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses wäre Trump in der Lage, die Unternehmensteuer von 21 % auf 15 % zu senken, wie er es im Wahlkampf angekündigt hatte. Wahrscheinlich wird er zumindest die temporären Steuersenkungen verlängern, die er 2017 im Rahmen des Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) eingeführt hat und die Ende 2025 auslaufen. Dies würde die ohnehin starke US-Konjunktur zusätzlich stimulieren.

… aber auch den Schuldenstand steigen lassen

Negativ würden sich die sinkenden Steuereinnahmen auf den Schuldenstand der USA auswirken, welcher in den letzten Jahren bereits deutlich gestiegen ist. Lag die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP Anfang 2008 noch bei 35 %, so ist sie bis heute bereits auf knapp 100 % in die Höhe geschnellt.[1] Das unabhängige Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) rechnet derzeit damit, dass die US-Staatsverschuldung bis 2035 auf 125 % anschwellen wird; sollte Trump seine fiskalpolitischen Versprechen aus dem Wahlkampf tatsächlich vollständig umsetzen, könnte dies die Schuldenquote laut CFRB bis 2035 sogar auf 143 % treiben – siehe Abbildung 3.

[1]Die Schulden, die der amerikanische Staat bei sich selbst hat, sind hier nicht berücksichtigt, beispielsweise die Schulden der Regierung bei der eigenen Rentenversicherung. Inklusive dieser innerstaatlichen Schulden liegt die Staatsverschuldung bei rund 120 %.

Abbildung 3: USA: Staatsschulden werden auch unter Trump weiter deutlich steigen



Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, gestrichelte Linie: Prognose vom Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) für den Fall, dass Trump alle seine Wahlversprechen umsetzt. Quellen: Federal Reserve, CRFB

Höhere Zölle, weniger Einwanderer schaden auf Dauer der Wirtschaft

Als handelspolitisches Druckmittel stehen Zölle auch in Trumps zweiter Amtszeit ganz oben auf der Agenda. Dass er den Freihandel geringschätzt, zieht sich bereits seit Jahrzehnten durch viele seiner Reden. Zudem nutzt Trump Zölle auch als Drohgebärde gegenüber anderen Staaten, um Zugeständnisse bei Themen außerhalb der Handelspolitik wie beispielsweise beim Drogenschmuggel oder bei der illegalen Einwanderung zu erreichen. Vielleicht bleibt seine Ankündigung, bei seinem Einzug ins Weiße Haus die Zölle auf Importe aus China um 60 Prozentpunkte und aus dem Rest der Welt um 10 Prozentpunkte zu erhöhen, nur eine Drohung. Sollten diese Zölle jedoch in größerem Umfang erhoben werden, hätte dies weitreichende Folgen. Allein Zusatzzölle von 10 % auf alle Importe würden das Preisniveau in den USA um etwa 1 % anheben.

Weniger Einwanderer = mehr Inflation

Trump will die Einwanderungspolitik deutlich verschärfen. Aus ökonomischer Sicht würde dies den bereits bestehenden Arbeitskräftemangel noch verstärken. Über einen höheren Lohndruck würde dies die Inflation angeheizen. Mittelfristig würde ein solches Vorgehen zudem das Trendwachstum der US-Wirtschaft beeinträchtigen. Wie stark dieser Effekt ausfallen würde, ist mit einer gewissen Unsicherheit behaftet. Denn es ist schwer abzuschätzen, wie viele Menschen derzeit genau in die USA einwandern, geschweige denn, wie sich die Zuwanderung unter unveränderten Bedingungen in Zukunft entwickeln könnte. Als grobe Orientierung schätzen wir jedoch, dass das jährliche BIP-Wachstum mittelfristig um bis zu 0,25 Prozentpunkte niedriger ausfallen könnte, wenn die Trump-Politik zu einem deutlichen Rückgang der illegalen Einwanderung führen und damit die Zunahme der Erwerbsbevölkerung einschränken würde. Umfangreiche Abschiebungen oder eine deutlich geringere legale Zuwanderung würden diesen Effekt noch verstärken. Über einige publikumswirksame Aktionen hinaus halten wir dies derzeit aber für unwahrscheinlich.

Kurzfristig neue Konjunkturimpulse, längerfristig weniger Trendwachstum

Insgesamt erwarten wir, dass die US-Wirtschaft unter Trump kurzfristig von Steuersenkungen und einer gewissen Deregulierung profitieren wird. Dieser Schub dürfte die BIP-Wachstumsrate in den USA noch einige Zeit über der 2 %-Marke halten. Mittelfristig werden jedoch höhere US-Zölle, Vergeltungsmaßnahmen anderer Länder, weniger Einwanderung und eine mögliche Aushöhlung der Institutionen unter Trump das Trendwachstum in den USA schwächen.

Komplizierte Lage für die US-Notenbank

Für die Fed hat die Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus die Lage deutlich verkompliziert. Denn Trumps Pläne, die Fiskalpolitik zu lockern, umfangreiche Zölle zu erheben und die Einwanderung stark einzuschränken, würden inflationstreibend wirken, wenn er sie tatsächlich umsetzen würde. Auch wenn eine gewisse Deregulierung den Preisdruck dämpfen könnte, dürfte der inflationäre Effekt überwiegen. Wie Trump genau vorgehen wird, ist jedoch kaum vorherzusehen. Dies macht es der Fed schwer, die wirtschaftliche Entwicklung im kommenden Jahr vorherzusagen. Aber erst zu reagieren, wenn Trump wirklich zur Tat schreitet, wäre auch keine gute Strategie für die Fed, da die Geldpolitik erst mit einer gewissen Verzögerung wirkt.

Keine weiteren Zinsschritte der Fed in Sicht

Unabhängig von Trump ergibt sich für die Fed jedoch das Bild, dass die US-Wirtschaft weiterhin sehr robust wächst, der Arbeitsmarkt stabil ist und die Kerninflation sich zuletzt auf einem für die Fed immer noch zu hohen Niveau von etwa 3,3 % seitwärts bewegt hat. Insgesamt sehen wir daher wenig Gründe für die Fed, ihren Leitzins im Jahr 2025 weiter zu senken. Hinzu kommen die inflationstreibenden Maßnahmen von Trump. Deshalb erwarten wir, dass die Fed ihre Leitzinsspanne bei 4,25 % bis 4,5 % belassen oder höchstens geringfügig senken wird.

Chinesische Konjunktur stabilisiert sich langsam, Langfristprobleme ungelöst

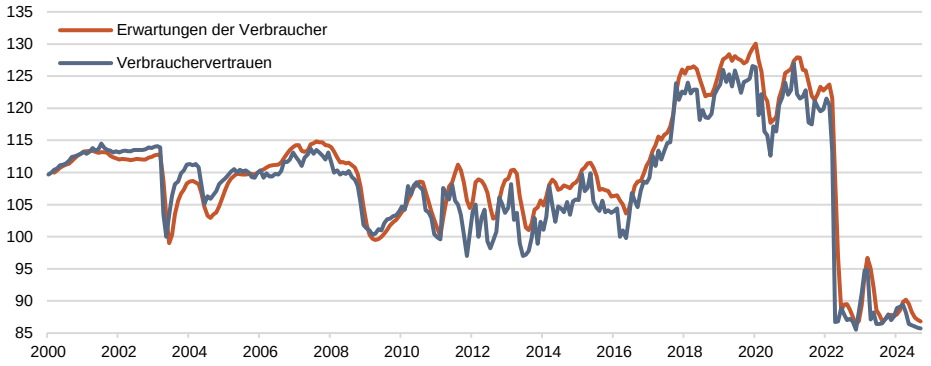
Immobilienkrise geht ins fünfte Jahr

Das selbsternannte Reich der Mitte steht weiterhin vor großen Herausforderungen. Der Immobiliensektor steckt seit 2020 in der Krise. Auch wenn es inzwischen erste Anzeichen dafür gibt, dass die Konjunktur einen Boden findet, ist die chinesische Gesellschaft nach wie vor sehr verunsichert. Dies belastet den privaten Verbrauch ebenso wie die Investitionen der Privatwirtschaft.

Konsumenten sind tief verunsichert

Der vergangene Boom hatte viele Profiteure. Für die chinesische Bevölkerung wurden Immobilien durch steigende Preise zu lukrativen Anlageobjekten. Die Städte und Gemeinden wiederum finanzierten sich durch Landverkäufe, während Peking durch Investitionen in die Bauwirtschaft das Wachstum steuern konnte. Doch spätestens mit der Insolvenz einiger der größten Immobilienentwickler des Landes im Jahr 2021 schwand das Vertrauen der Käufer und Investoren schlagartig. Der Immobilienmarkt kam zum Erliegen, viele Projekte blieben unvollendet und die Preise fielen. Viele Chinesen verloren nicht nur das Vertrauen in die Branche, sondern auch einen Teil ihrer Ersparnisse. Denn ein Drittel des Vermögens chinesischer Haushalte ist in Immobilien gebunden. Häuser und Wohnungen dienen nicht nur als Wertanlage, sondern auch als Altersvorsorge. Von diesem Schock sowie vom abrupten Schwenk von einer Null-Covid- zur einer Voll-Covid-Politik Ende 2022 haben sich die chinesischen Verbraucher bis heute nicht erholt – siehe Abbildung 4.

Abbildung 4: China: Schlechte Konsumentenstimmung, schwache Binnennachfrage



100+ = optimistisch. Monatliche Daten. Quelle: CNBS

Peking versucht sich aus der Krise zu exportieren

Die schwache Binnennachfrage spiegelt sich in rückläufigen Einfuhren und einer an Deflation grenzenden Entwicklung der Verbraucherpreise wider. Chinesische Waren, die auf dem heimischen Markt keine Abnehmer finden, werden billig auf den globalen Märkten angeboten. Dies führt unter anderem dazu, dass chinesische Produkte auch auf dem Weltmarkt zunehmend mit deutschen Gütern konkurrieren. Dieser Wettbewerb ist nicht immer fair, da China auch mit Subventionen der heimischen Wachstumskrise begegnen will. Dies gilt vor allem für Branchen, die Peking als strategisch wichtig eingestuft hat und in denen es mit hohen staatlichen Ausgaben versucht, sich Weltmarktanteile zu erkaufen. Das funktioniert kurzfristig, ist aber teuer.

Kontrolle ist Peking wichtiger als Effizienz

Diese Politik trägt zu einem öffentlichen und privaten Schuldenberg bei, der mit 285 % der jährlichen Wirtschaftsleistung weit über dem liegt, was sich andere Länder auf ähnlichem Entwicklungsniveau bisher geleistet haben. Auch aus volkswirtschaftlicher Sicht erscheint die Wirtschaftslenkung von oben wenig effizient. Hätte man privaten Unternehmen die Freiheit gelassen, sich ihre Marktnischen selbst zu suchen, hätte dies vermutlich mehr Wachstum ermöglicht als der von Xi Jingping diktierte Fokus auf ausgewählte Sektoren. Kontrolle scheint Chinas rotem Kaiser wichtiger zu sein als Effizienz.

Konjunkturpaket enttäuscht bisher

Die Regierung versucht seit dem Herbst 2024, der schwächelnden Wirtschaft auch durch neue Impulse für die Binnenwirtschaft entgegenzuwirken. Das Wachstum wie in der Vergangenheit über Kredit- und Investitionsprogrammen mit der Gießkanne zu stützen, erscheint jedoch immer weniger zielführend. Denn im Immobiliensektor und am Aktienmarkt möchte Peking Blasen vermeiden, wie man sie in der Vergangenheit gesehen hat. Auch im Infrastrukturbereich scheinen zusätzliche Ausgaben immer weniger Mehrwert zu schaffen. Daher versucht Peking nun, gezielt lediglich jene Sektoren zu stabilisieren, in denen dies besonders notwendig erscheint. Im Herbst 2024 hat China zwar ein umfangreiches Konjunkturpaket zur Stimulierung der Wirtschaft angekündigt, konkrete Maßnahmen hat Peking bisher über ein vorsichtiges Lockern der Geldpolitik sowie ein spezielles Kreditprogramm für Städte und Gemeinden hinaus jedoch kaum ergriffen. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einigen weiteren geld- sowie fiskalpolitischen Maßnahmen. Dies wird das – offiziell gemessene – BIP-Wachstum leicht unterhalb der 5 %-Marke stabilisieren. Ein Boom ist unseres Erachtens aber nicht zu erwarten. Allerdings könnte ein eskalierender Handelsstreit mit den USA die Wirtschaft hart treffen. Wie stark Peking die Konjunktur stützen wird, wird daher auch davon abhängen, wie aggressiv die

neue US-Regierung unter Trump mit Zöllen und anderen Handelshemmnissen gegen Peking vorgehen wird.

Demografischer Wandel als langfristige Herausforderung

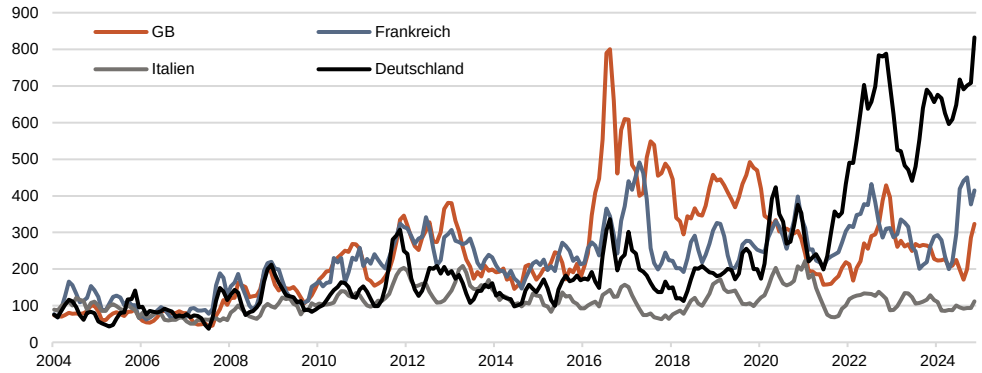
Eine große langfristige Gefahr für die chinesische Wirtschaft geht von der demografischen Entwicklung aus. Denn die chinesische Bevölkerung schrumpft bereits seit 2022. Bei einer Geburtenrate von 1,2 Kindern pro Frau wird sich dieser Prozess in den kommenden Jahren nochmals deutlich beschleunigen. Die Vereinten Nationen erwarten, dass die chinesische Bevölkerung bis 2054 um 204 Millionen Menschen zurückgehen wird. Das entspricht etwa 14,5% der heutigen Bevölkerung. Die Zahl der Chinesen im erwerbsfähigen Alter wird bis 2050 um schätzungsweise ein Viertel zurückgehen. Dies wird den Druck auf die Sozialsysteme deutlich erhöhen und eine wesentliche Säule des chinesischen Wirtschafts- und Wachstumsmodells – die lange Zeit zunehmende Zahl billiger Arbeitskräfte – ins Wanken bringen.

Eurozone: Nach einer Winterpause kehrt die Wirtschaft auf Expansionskurs zurück

Politische Unsicherheit belastet die Wirtschaft im Winter

Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes deuten auf eine wirtschaftliche Abkühlung im vierten Quartal 2024 hin, die wohl bis ins erste Quartal des kommenden Jahres anhalten wird. Besonders schwach dürfte sich das Bruttoinlandsprodukt in den beiden größten Mitgliedsländern der Eurozone – Deutschland und Frankreich – entwickeln. Dort belastet jeweils hohe politische Unsicherheit die Konjunktur in einer Zeit, in der dringend wirtschafts- bzw. fiskalpolitische Reformen nötig sind – siehe Abbildung 5. Zum Glück erfasst diese politische Malaise nicht das gesamte Währungsgebiet. So rechnen wir beispielsweise damit, dass Spanien, Portugal und Griechenland auch im laufenden Winterhalbjahr wirtschaftlich weiterhin kräftig expandieren werden.

Abbildung 5: Wirtschaftspolitische Unsicherheit



Nachrichtenbasierte Unsicherheitsindizes, 3-Monats-Durchschnitte. Quellen: PolicyUnvertainty.com, Haver

Wiederaufschwung ab Frühjahr

Es spricht einiges dafür, dass sich die europäische Wirtschaft ab dem Frühjahr von ihrem Dämpfer im Winter erholen kann:

- Eine neue Regierung nach den vorgezogenen Bundestagswahlen am 23. Februar 2025 in Deutschland wird aller Voraussicht nach die politische Unsicherheit vermindern.
- Die Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) dürften sich zunehmend in der Realwirtschaft bemerkbar machen.
- Die privaten Haushalte haben Spielraum für höhere Konsumausgaben.

Zinssenkungen wirken; aber Untergrenze für Leitzinsen naht

Nachdem sich die Inflation wieder der Zielmarke von 2 % angenähert hatte, begann die EZB im Sommer 2024 die Leitzinsen zu senken. Sie nahm den Einlagesatz von 4 % auf nun 3 % zurück. Wir rechnen mit drei weiteren Zinsschritten von jeweils 25 Basispunkten im ersten Halbjahr 2025. Danach dürfte die Zentralbank den Einlagesatz allerdings konstant bei 2,25 % halten, da sie andernfalls Gefahr liefe, die Inflation auf Dauer wieder anzufeuern. Die bis dahin erfolgten Zinssenkungen dürften sich dennoch nach und nach im Finanzierungsumfeld niederschlagen, wovon vor allem die Unternehmensinvestitionen sowie die Bauwirtschaft profitieren können.

Luft nach oben beim privaten Verbrauch

Die privaten Konsumenten halten sich derzeit zurück. Dabei hätten sie eigentlich Spielraum, ihre Ausgaben auszuweiten, statt immer mehr zu sparen. Denn nach dem Abklingen der exorbitanten Inflationsraten steigen die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte bereits seit dem Jahr 2023 wieder deutlich. Auch im kommenden Jahr dürften die realen Einkommen um etwa 2 % zulegen. Niedrigere Leitzinsen können ebenfalls zu einer normaleren Sparquote beitragen. Dies würde sich in mehr Konsum zeigen. Für eine hellere Verbraucherstimmung im Laufe des Jahres 2025 spricht auch, dass aufgrund der dauerhaften strukturellen Arbeitskräfteknappheit die Arbeitslosigkeit absehbar für europäische Verhältnisse moderat bleiben dürfte. Allerdings setzt dies voraus, dass die Wirtschaft nicht von neuen Schocks getroffen wird, die die Stimmung eintrüben könnten.

Deutschland: zyklischer Aufschwung nach langer Stagnation?

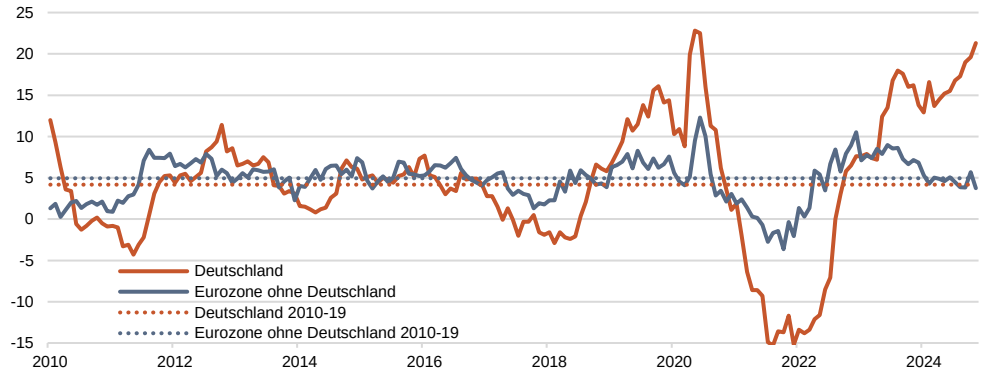
Neue Regierung, neues Glück?

Die deutsche Wirtschaftsleistung stagniert seit drei Jahren und lag zuletzt immer noch kaum über dem Niveau von vor der Corona-Krise. Dies liegt weniger an einer vorübergehenden zyklischen Schwächephase als an tiefergreifenden strukturellen Problemen. Bereits mehrere Jahre vor der Pandemie begann sich der Trendwachstumspfad abzuflachen. Die vorgezogenen Neuwahlen am 23. Februar 2025 werden aller Wahrscheinlichkeit zu einem Regierungswechsel führen. Wir rechnen damit, dass die neue Regierung zumindest einige wachstumsförderliche Strukturreformen umsetzen wird. Dennoch dürfte das BIP auf absehbare Zeit mit merklich geringeren Raten als in der Vorkrisenzeit zulegen (für weitere Details siehe auch das Kapitel „Im Fokus: Deutschland vor der Wahl: großer Reformbedarf“ auf Seite 10).

Zyklischer Aufschwung ab dem Sommer

Die Produktionskapazitäten der deutschen Wirtschaft dürften zurzeit etwas unterausgelastet sein. Wir erwarten, dass sich im kommenden Jahr einige Hemmnisse lösen werden und das BIP deshalb ab der Jahresmitte merklich schneller zulegen kann als im Trend angelegt. Nachdem das BIP im Jahr 2024 noch um etwa 0,2 % geschrumpft ist, rechnen wir damit, dass es im Jahr 2025 um 0,3 % und im Jahr 2026 um 1,2 % zulegen wird. Für einen Aufschwung sprechen neben den Gründen, die für die Eurozone insgesamt gelten (verbessertes Finanzierungsumfeld aufgrund von niedrigeren EZB-Leitzinsen; mehr Spielraum für die privaten Haushalte, ihre Konsumausgaben zu steigern; nachlassender Gegenwind aus China), auch Deutschland-spezifische Faktoren: Derzeit lasten die politische Unsicherheit und Unzufriedenheit auf der Konjunktur – dies dürfte sich nach den Neuwahlen im Februar ändern. Anders als im restlichen Euroraum schätzen die deutschen Industrieunternehmen ihre Lagerbestände weiterhin als viel zu hoch ein – siehe Abbildung 6. Derzeit bauen sie lieber ihre Vorräte ab, statt ihre Produktion auszuweiten. Sobald diese Lagerkorrektur ausläuft, könnte dies der Konjunktur etwas Auftrieb verleihen.

Abbildung 6: Lagerhaltung – steht die deutsche Wende noch bevor?



Lagerbestand an Fertigwaren: Saldo der Antworten von Industrieunternehmen auf die Frage, ob Lagerbestände zu groß (+) oder klein (-) sind; Eurozone ohne Deutschland, berechnet anhand des Anteils an der Produktion des verarbeitenden Gewerbes. Quelle: Umfrage der Europäischen Kommission, Eurostat, Berechnungen von Berenberg

Andere Länder der Eurozone: französische Fiskalprobleme, spanischer Schwung

Budgetstreits dürften Frankreich auf Jahre begleiten

Frankreich stehen politisch schwere Jahre ins Haus. Um sein überbordendes Haushaltsdefizit in den Griff zu bekommen, muss das Land über viele Jahre hinweg den fiskalischen Gürtel enger schnallen. Im Jahr 2023 nahm der Gesamtstaat neue Schulden in Höhe von 5,5 % des BIP auf – deutlich mehr als die 3,1 % im Rest der Eurozone. Für 2024 wird sich das Defizit wohl auf über 6% belaufen. Abhilfe ist nicht in Sicht. Denn seit den von Präsident Emmanuel Macron im Juni anberaumten vorgezogenen Wahlen ist das Parlament in drei etwa gleich große Blöcke gespalten. Am 4. Dezember machten das linke und rechte Lager gemeinsame Sache und brachten die von der Mitte gestützte Minderheitsregierung Michel Barniers zu Fall, nachdem diese größere Einsparungen im Haushalt für 2025 durchdrücken wollte. Jetzt steht der neue Premierminister François Bayrou vor der fast unmöglichen Aufgabe, ein stabiles und handlungsfähiges Regierungsbündnis zu schmieden. Zwar gibt es in Frankreich genug Notregelungen, sodass der Staatsbetrieb auch ohne Budget aufrechterhalten werden kann. Allerdings ist aktuell nicht absehbar, wie in den kommenden Jahren die politischen Mehrheiten für den nötigen Konsolidierungskurs zustande kommen sollen. Darüber hinaus besteht das Risiko, dass sich das linke und rechte Lager darauf verständigen, einige von Macrons Strukturreformen zurückzunehmen. In dieser Gemengelage gehen wir davon aus, dass sich Unternehmen mit Investitionen zurückhalten und das BIP in Frankreich auf absehbare Zeit langsamer wachsen wird als im Rest der Eurozone.

Italienisches Wachstum bleibt gemächlich

In den vergangenen Jahrzehnten blieb das Wirtschaftswachstum in Italien deutlich hinter dem in den meisten anderen westlichen Ländern zurück. Aktuell profitiert Italien von politischer Stabilität und Transferzahlungen der Europäischen Union (EU) im Rahmen des Corona-Wiederaufbaufonds. Zwar werden aus diesem Topf noch bis Ende 2026 Gelder fließen und 2027 wohl noch reichlich Mittel aus dem regulären EU-Budget zur Verfügung stehen. Allerdings dürfte der fiskalische Impuls für den BIP-Zuwachs bereits jetzt allmählich nachlassen. Italien hat in den jüngsten Jahren zumindest einige kleinere Strukturreformen vorgenommen – aber wohl nicht genug, um sich dauerhaft aus der wirtschaftlichen Sklerose zu lösen. Wir rechnen damit, dass das

italienische BIP in den kommenden Jahren etwas langsamer zulegen wird als im Rest der Eurozone.

Zuwanderung treibt die spanische Wirtschaft an

Das spanische BIP stieg zuletzt in sehr hohem Tempo, nachdem Spanien im Wiederaufschwung nach der Pandemie zunächst erheblich zurückgeblieben war. Zwar dürfte die Zuwachsrate nach 3,1 % im Jahr 2024 künftig wieder zurückgehen. Mit jeweils deutlich über 2 % in den kommenden Jahren bleibt sie aber wohl merklich höher als in den anderen großen Ländern der Eurozone. Die Reformen aus der Zeit nach der Eurokrise zahlen sich aus. Einen maßgeblichen Beitrag zu dem raschen Wachstum leistet auch die hohe Zahl der Zuwanderer. Dies bedeutet aber auch, dass sich das BIP pro Kopf merklich schwächer entwickelt. Wie Italien bekam auch Spanien hohe Transferzahlungen aus dem Corona-Wiederaufbaufonds der EU zugesprochen.

Großbritannien: Was bleibt von der Wachstumsagenda der Labour-Partei?

Erholung mit Unterbrechung

Im ersten Halbjahr 2024 setzte nach vielen mageren Jahren, die von hoher politischer Unsicherheit und stagnierenden Unternehmensinvestitionen nach dem Brexit-Referendum geprägt waren, endlich ein wirtschaftlicher Aufschwung ein. Dieser wurde allerdings jäh unterbrochen, als nach dem Amtsantritt der neuen Labour-Regierung im Juli die Sorgen zunahmen, dass die Schatzkanzlerin in ihrer ersten Haushaltsaufstellung am 30. Oktober weitreichende Steuererhöhungen verkünden würde. Zwar hob die Regierung letzten Endes tatsächlich einige Steuern spürbar an, um höhere Staatsausgaben finanzieren zu können. Da sich aber zumindest die Unsicherheit darüber gelegt hat, wen es wie hart treffen könnte, rechnen wir damit, dass das BIP ab dem ersten Quartal 2025 wieder expandieren wird. Dazu werden auch die zusätzlichen Staatsausgaben beitragen. Gestützt wird das Wachstum im Vereinigten Königreich zudem von der im Vergleich zu vielen anderen entwickelten Volkswirtschaften weniger schlechten demografischen Situation.

Politik erzeugt höhere Arbeitslosigkeit

Im Wahlkampf hatte Labour eine wachstumsfreundliche Politik versprochen. Ob es der Partei nun in der Regierung gelingt, dies tatsächlich umzusetzen, muss sich erst noch zeigen. Mit Wirkung zum April 2025 werden zunächst sowohl der Mindestlohn als auch die Sozialabgaben der Arbeitgeber steigen. Dies dürfte insbesondere in den unteren Lohngruppen Arbeitsplätze kosten. Darüber hinaus hat Labour den Plan der konservativen Vorgängerregierung übernommen, bis April 2028 die Schwellenwerte bei der Einkommensteuer nicht an die Inflation anzupassen. Somit dürfte die kalte Progression zunehmend zur Last für die Steuerzahler werden.

Wenig Luft für weitere Leitzinssenkungen

Die Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel lag im November bei 3,5 % im Vorjahresvergleich. Seit Mai bewegt sie sich weitgehend seitwärts. Der Bank of England dürfte es daher schwerfallen, die Zinsen deutlich zu senken. Vielmehr erwarten wir, dass sie die Bank Rate nach nur zwei weiteren Schritten von jeweils 25 Basispunkten ab der Jahresmitte konstant bei 4,25 % halten wird.

Japan: langsamer Abschied von der Stagnation

2025 kehrt das Wachstum zurück

Ähnlich wie in Deutschland hat auch in Japan die schwache globale Nachfrage die Konjunktur belastet. So erwarten wir für das Jahr 2024 einen Rückgang des BIP um 0,2 %. Im kommenden Jahr rechnen wir jedoch mit einer gewissen Erholung. Positiv dürften sich die stabilere chinesische Konjunktur und die Aussicht auf weitere Stützungsmaßnahmen der Regierung in Peking auswirken. Auch die zu erwartenden

Wachstumsimpulse in den USA unter Donald Trump werden der Exportnation zugutekommen, wenngleich hier im Gegenzug die Gefahr höherer Zölle besteht.

Auslands- und Binnennachfrage beleben die Konjunktur

Neben der Außennachfrage kann aber auch die Binnennachfrage die japanische Konjunktur ankurbeln. Denn seit geraumer Zeit steigen die Löhne stärker als die Preise, sodass die Verbraucher mehr konsumieren könnten. Zudem scheint der neue Premierminister Shigeru Ishiba bereit zu sein, etwas mehr Geld auszugeben als seine Vorgänger. Allerdings ist seine Minderheitsregierung dabei auf die Zusammenarbeit mit der Demokratischen Volkspartei (DPP) angewiesen. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1,1 %.

BoJ normalisiert vorsichtig die Geldpolitik

Nach Jahren der Deflationsängste hat die seit 2022 anziehende Inflation es der Bank of Japan (BoJ) im März 2024 ermöglicht, ihre jahrelange Negativzinspolitik zu beenden. Während fast alle Zentralbanken der großen Industrienationen ihre Geldpolitik im kommenden Jahr weiter lockern dürften, wird die BoJ ihren Leitzins wahrscheinlich weiter anheben. Allerdings rechnen wir mit einem sehr graduellen und vorsichtigen Vorgehen, da die Notenbank auf jeden Fall vermeiden will, die konjunkturelle Erholung abzuwürgen und die Inflation wieder zu stark sinken zu lassen. Auch haben die Erfahrungen aus dem August 2024 gezeigt, dass überraschende Zinsbewegungen zu Verwerfungen an den Währungsmärkten führen können. Wir rechnen damit, dass die BoJ bis Ende 2025 ihren Leitzins langsam und in kleinen Schritten auf 0,7 % anheben wird.

TEIL 5
FINANZMÄRKTE

1. Risikomärkte: etwas Luft nach oben trotz Rückschlagsgefahr

(Dr. Felix Schmidt)

Rückblick: Aktien liefen 2024 noch besser als erwartet

Vor einem Jahr haben wir einen durchaus optimistischen Ausblick für die Finanzmärkte gegeben. Doch wie gut sich die globalen Aktienmärkte im Jahr 2024 entwickelt haben, hat dann auch uns überrascht. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Wie erwartet waren die rückläufige Inflation und die daraus resultierende Möglichkeit für die Zentralbanken, die Leitzinsen zu senken, einer der Haupttreiber für die Risikomärkte in diesem Jahr. Darüber hinaus hat die Stärke der US-Wirtschaft die globalen Aktienmärkte gestützt. Wir hatten zwar in unserem Jahresausblick für 2024 mit einer weichen Landung in den USA gerechnet. Dass das BIP-Wachstum dann aber das ganze Jahr über deutlich über dem Trend von 2 % liegen würde, hatten wir nicht erwartet. Diese äußerst robuste Entwicklung der größten Volkswirtschaft der Welt erklärt zu einem großen Teil, warum wir im Jahresverlauf 2024 immer wieder neue Allzeithochs an den globalen Aktienmärkten gesehen haben. Zusätzlich beflügeln die mit künstlicher Intelligenz verbundenen Hoffnungen die Börsen. Auch der in dieser Deutlichkeit überraschende Wahlsieg von Donald Trump bei den US-Präsidentschaftswahlen und die Tatsache, dass die Republikanische Partei die Mehrheit in beiden Kammern des US-Kongresses erringen konnte, waren weitere entscheidende Faktoren für das überraschend starke Aktienjahr 2024. Denn die Aussicht auf weniger Regulierungen und niedrigere Steuern ließ die Stimmung der Börsianer nach der Wahl noch einmal steigen.

Wirtschaft und Politik schwächen den Euro

Die robuste US-Wirtschaft beflügelte nicht nur die Aktienmärkte, sondern stärkte auch den Dollar. Den Euro belasteten hingegen die schwache Konjunktur in Deutschland und die politischen Unsicherheiten in Frankreich. Entgegen unserer Prognose vom Dezember 2023 hat der US-Dollar im Jahresverlauf gegenüber der Gemeinschaftswährung deshalb etwas an Stärke gewonnen. Ähnliches gilt für den Schweizer Franken, der im Jahresverlauf ebenfalls gegenüber dem Euro aufwertete. Zurückzuführen ist dies zum einen auf die Euroschwäche und zum anderen auch darauf, dass sich der Franken in seiner Funktion als sicherer Hafen aufgrund der geopolitischen Unsicherheiten über das gesamte Jahr einer stabilen Nachfrage erfreute.

Verhalten positiver Ausblick für 2025

Viele der Kurstreiber des Jahres 2024 bleiben auch 2025 bestehen. Zumindest die europäischen Zentralbanken werden ihre geldpolitische Lockerung auch im kommenden Jahr fortsetzen. In den USA wird die Fed aufgrund der sehr soliden Konjunktur und der etwas hartnäckiger als erwartet verbleibenden Inflation im Jahr 2025 zwar sehr vorsichtig vorgehen. Sollte sich die Konjunktur aber überraschenderweise wieder eintrüben, könnte die US-Notenbank jederzeit mit Zinssenkungen einer Konjunkturflaute entgegenwirken. Dieser „Fed-Put“ hilft Aktienhändlern, optimistisch in das kommende Jahr zu blicken. Schwache Börsen wären Donald Trump ein Dorn im Auge, den es zu vermeiden gilt. Ein gewisses Auffangnetz für die Risikomärkte ist daher also auch seitens des Weißen Hauses gespannt. Darüber hinaus erwarten wir ein ähnlich stabiles globales BIP-Wachstum wie im Jahr 2024. In China haben sich die konjunkturellen Frühindikatoren zuletzt etwas aufgehellt. Die chinesische Regierung dürfte im kommenden Jahr weitere

Konjunkturstimuli ankündigen. Angesichts der politischen Unsicherheiten in der Eurozone und der zuletzt schwachen Wirtschaftsdaten könnten hier bereits kleine Lichtblicke die Kurse stützen. Die auf den 23. Februar 2025 vorgezogenen Neuwahlen in Deutschland wecken die Hoffnung, dass eine neue Regierung notwendige Reformen angeht und damit die deutsche Konjunktur belebt. Ein Ende des Krieges im Nahen Osten oder insbesondere ein Waffenstillstand in der Ukraine zu für Kiew erträglichen Bedingungen könnten die Börsen ebenfalls stützen.

Unruhige Zeiten

Allerdings begrenzen die gerade in den USA hohen Bewertungen nach den guten Börsenjahren 2023 und 2024 das Kurspotenzial. Zudem ist der Spielraum für niedrigere Leitzinsen unseres Erachtens gerade in den USA wesentlich geringer, als viele Anleger das derzeit erwarten Und dann ist da noch die große Unbekannte Trump, der mit seiner Unberechenbarkeit und seinen Zolldrohungen für viel Volatilität an den Märkten sorgen könnte. Mehr noch als sonst gilt deshalb, dass Rückschläge durchaus möglich sind. Auch politische Risiken könnten die Anleger immer mal wieder in Atem halten.

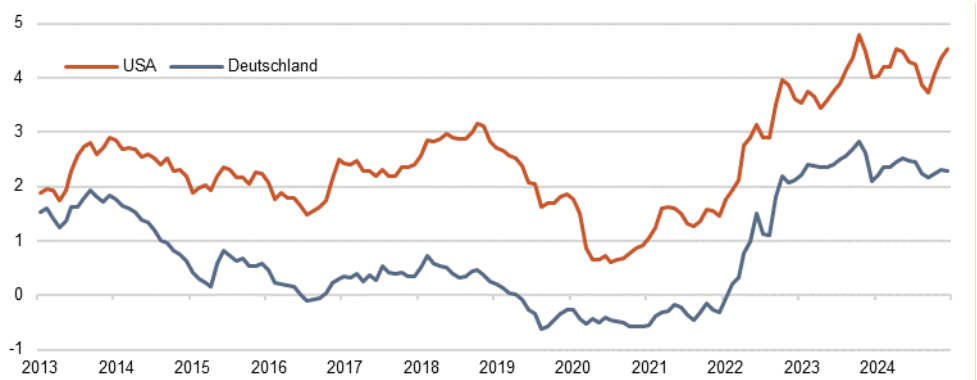
2. Zinsen: Konjunktur und Politik sorgen für Volatilität

(Dr. Felix Schmidt)

Anleiherenditen fahren Achterbahn

Die Entwicklung der Renditen von Staatsanleihen glich im Jahr 2024 einer Achterbahnfahrt. Führten im Frühsommer noch Inflationssorgen dazu, dass sich die Märkte für lange Zeit keine Leitzinssenkungen der großen Notenbanken vorstellen konnten („higher for longer"), änderte sich dieses Bild im Laufe des Sommers, als klar wurde, dass sowohl die EZB als auch die Fed ihre Geldpolitik lockern würden. Doch bereits im Herbst drehte der Wind erneut, getrieben vor allem von sehr robusten Konjunkturdaten aus den USA und einer auf den letzten Metern unerwartet hartnäckigen Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks. Neben den wirtschaftlichen Gründen spielten darüber hinaus auch politische Faktoren eine Rolle bei den Renditebewegungen. Dazu zählen zum einen die Nachfrage nach Staatsanleihen der USA und Deutschlands als sichere Häfen in Zeiten geopolitischer Unsicherheiten, zum anderen die Neuwahlen in Frankreich und Deutschland, die ebenfalls zu deutlichen Bewegungen an den Rentenmärkten führten.

Abbildung 7: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Auf und Ab



In %, Monatsdaten, letzter Wert 19.12.24. Quelle: Tullett Prebon

Strukturelle Gründe sprechen für höhere Inflation und höhere Renditen

Insgesamt sind die Renditen, wie im Jahresausblick 2024 prognostiziert, gestiegen. Wir erwarten, dass sich dieser Aufwärtstrend auch im kommenden Jahr fortsetzt. Dies beruht insbesondere darauf, dass der Inflationsdruck auf beiden Seiten des Atlantiks letztlich etwas höher ausfallen dürfte, als die Märkte es derzeit einpreisen. Die strukturellen Gründe für einen höheren Preisdruck sind vielfältig. Dazu gehören vor allem der demografische Wandel und das knapper werdende Angebot an Arbeitskräften. Dies wird das Lohnwachstum und damit den Preisdruck insbesondere im arbeitsintensiven Dienstleistungssektor hoch halten. In den USA könnte eine strengere Einwanderungspolitik dieses Problem noch zusätzlich verschärfen. Insbesondere in der Eurozone ist ein weiterer struktureller Inflationstreiber die CO_2-Bepreisung, die darauf abzielt, fossile Energieträger zu verteuern, um die Nachfrage zu senken und die Nutzung klimaneutraler Alternativen zu fördern. Auch die sich verändernden Handelsströme, bei denen es zunehmend nicht mehr nur um die günstigsten Preise geht, sondern auch um Protektionismus, Sicherheit und geopolitische Aspekte, werden zu einer strukturell höheren Inflation beitragen. Neue Handelskonflikte unter Trump haben zudem das Potenzial, die Verbraucherpreise und damit die Teuerungsrate zu erhöhen. Schließlich müssen viele europäische Länder nach den Erfahrungen mit dem russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine ihre Verteidigungsausgaben deutlich erhöhen. Dies bindet Ressourcen, die dann an anderer Stelle fehlen.

Anleiherenditen mit weiterem Aufwärtspotenzial

Eine strukturell höhere Inflationsrate bedeutet allerdings nicht, dass die extremen Preissteigerungen der vergangenen drei Jahre das neue Normal sein werden – es bedeutet allerdings definitiv, dass die niedrigen Inflationsraten der Vorpandemiejahre ebenfalls der Vergangenheit angehören. Für die Zentralbanken folgt daraus, dass die Leitzinsen auf einem höheren Niveau verharren werden, als es in den Zehnerjahren der Fall war. Weitere Faktoren, die insbesondere die Renditen von US-Staatsanleihen im kommenden Jahr weiter ansteigen lassen könnten, wären eine gewisse Entspannung bei den geopolitischen Krisenherden und ein damit einhergehender Rückgang der Nachfrage nach sicheren Häfen. Sollte Donald Trump eine allzu expansive Fiskalpolitik verfolgen, bestünde zudem die Möglichkeit, dass ihm die Rentenmärkte in Form von steigenden Risikoaufschlägen auf US-Staatsanleihen die gelbe Karte zeigen. Wir erwarten bis Ende 2025 einen Anstieg der Renditen für US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit auf 4,9 % und für Bundesanleihen auf 2,5%.

3. Währungen: Politik löst die Zentralbanken als Kurstreiber ab

(Dr. Felix Schmidt)

Handels- und Geopolitik als Wechselkurstreiber 2025

Im Jahr 2024 haben insbesondere die sich mehrfach ändernden Zinserwartungen der Marktteilnehmer die Wechselkurse geprägt. Da die wichtigsten Zentralbanken mittlerweile bereits auf der Zielgeraden der geldpolitischen Lockerung angekommen sind, werden im kommenden Jahr dagegen vor allem die Handels- und Geopolitik einen entscheidenden Einfluss auf die Wechselkurse haben.

Trump sorgt für Volatilität

Die Devisenmärkte werden im kommenden Jahr stark vom Vorgehen Donald Trumps abhängen. Seine ersten konkreten Zolldrohungen gegen Mexiko, Kanada und China haben bereits gezeigt, dass die Wechselkurse hier sehr schnell reagieren. Insbesondere für Schwellenländer besteht hier im kommenden Jahr die Gefahr, dass die heimische Währung gegenüber dem Dollar abwertet, sobald eine Volkswirtschaft in den Zollfokus von Trump gerät.

Sichere Häfen bleiben gefragt

Die Geopolitik hat im Jahr 2024 die Nachfrage nach dem Schweizer Franken und dem US-Dollar als sicheren Häfen stark beeinflusst. Dieser Trend dürfte sich auch im kommenden Jahr fortsetzen. Eine weitere Eskalation im Nahen Osten oder im Ukraine-Krieg würde die Kurse nach oben treiben, eine gewisse Entspannung würde voraussichtlich zu einer leichten Abwertung führen.

Derzeit spricht viel für den US-Dollar – aber 2025 kann der Wind etwas drehen

Neben seiner Funktion als sicherer Hafen haben auch andere Faktoren dem US-Dollar im 2024 Jahr Rückenwind gegenüber dem Euro verliehen. Während die US-Konjunkturdaten in den letzten Monaten erneut überraschend stark ausfielen, haben die Daten aus der Eurozone eher enttäuscht. Hinzu kommt, dass der wiedergewählte US-Präsident Trump die ohnehin sehr robuste US-Konjunktur durch Steuersenkungen und Deregulierung weiter ankurbeln will. Zudem werden die von Trump angekündigten Importzölle und eine strengere Einwanderungspolitik inflationstreibend wirken. Für die Fed ergibt sich daraus das Bild eines stärkeren Wachstums bei gleichzeitig noch immer überhöhter Inflation. Dies dürfte dazu führen, dass die Fed die Leitzinsen weniger stark senkt, als dies sonst der Fall gewesen wäre. Höhere Zinsen wiederum bedeuten, dass mehr Kapital in die USA fließt, was den Greenback stützt. Alle genannten Faktoren scheinen aber mittlerweile weitgehend im Wechselkurs eingepreist zu sein. Sollten die geopolitischen Spannungen etwas abklingen, die Konjunkturdynamik in den USA nachlassen oder die Eurozone etwas an Schwung gewinnen, dürfte der Dollar im kommenden Jahr etwas von seiner derzeitigen Stärke einbüßen. Zwar ist es möglich, dass sich der Greenback gegenüber dem Euro kurzfristig noch der Parität annähert, für Ende 2025 erwarten wir jedoch einen etwas weniger starken US-Dollar auf einem Niveau von 1,08 US-Dollar je Euro.

Die Schweizerische Nationalbank stemmt sich gegen einen zu starken Franken

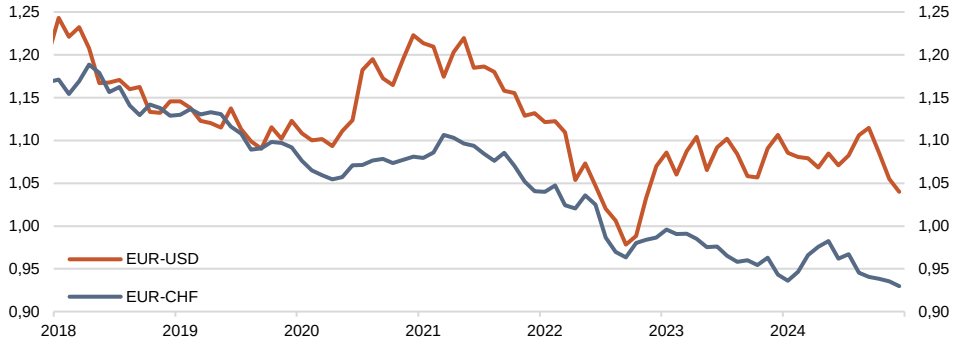
Die geopolitischen Unsicherheiten haben in den vergangenen Monaten auch für zusätzliche Nachfrage nach dem Schweizer Franken gesorgt. Die damit verbundene Aufwertung stellt die Schweizerische Nationalbank (SNB) jedoch vor Herausforderungen, denn der starke Franken verbilligt die Importe, was zusammen mit den sinkenden Energiepreisen dazu führt, dass die Schweiz in eine Deflation abzugleiten droht. Die SNB wird mit weiteren Zinssenkungen gegensteuern. Da sie ihren Leitzins aber bereits auf 0,5 % gesenkt hat, ist der Spielraum begrenzt. Direkte Wechselkursinterventionen der Notenbank

werden daher wahrscheinlicher. Wir erwarten, dass die SNB versuchen wird, den Euro-Franken-Kurs im kommenden Jahr bei etwa 0,95 zu stabilisieren.

Pfund weiterhin im Seitwärtstrend zum Euro

Wenig Bewegung sehen wir auch beim Euro-Pfund-Wechselkurs. Das Pfund tendiert seit einigen Jahren im Trend seitwärts. Wir erwarten nicht, dass sich dies im kommenden Jahr groß ändert. Natürlich wird es weiter zu kurzzeitigen Ausbrüchen kommen. Doch die Marke von 0,84 Pfund je Euro dürfte ihre Anziehungskraft behalten.

Abbildung 8: Unsicherheiten lassen US-Dollar und Schweizer Franken aufwerten



Monatsdaten, letzter Wert 19.12.24. Quelle: Haver

TEIL 6
KAPITALMARKTPROGNOSEN

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2025
USA	10 Jahre	4,54	4,90
Europa*	10 Jahre	2,30	2,50
Großbritannien	10 Jahre	4,60	4,70
Währungen			
USA	EUR/USD	1,04	1,08
Europa	EUR/CHF	0,93	0,95
Großbritannien	EUR/GBP	0,82	0,84
Aktien			
USA	S&P 500	5 898	6 500
Europa	DAX	20 023	22 000
	EURO STOXX 50	4 882	5 300
	MSCI UK	2 338	2 600

Aktuell: 19. Dezember 2024. *Bundesanleihen. Aktienmarktprognosen von Berenberg Wealth and Asset Management. Quellen: Refinitiv, Berenberg