



Horizonte

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth
and Asset Management

Volatilität dürfte den Märkten erhalten bleiben

Geld- und geopolitische Risiken sowie ein höheres Aktienangebot dürften dafür sorgen, dass die zweite Jahreshälfte nicht weniger volatil werden wird als die erste. Unser Aktienausblick bleibt dennoch konstruktiv. Marktrücksetzer sind für uns eher Chancen für Zukäufe.

Entwicklung der Energiepreise entscheidend

Während die US-Wirtschaft im ersten Halbjahr weniger stark von hohen Ölpreisen betroffen war, dürfte eine Normalisierung des Schiffsverkehrs am Persischen Golf jenen Regionen zugutekommen, welche zuletzt unter hohen Energiepreisen zu leiden hatten. Das Risiko von Energiepreisspitzen besteht jedoch unverändert.

Reale Anlagen bleiben unabdingbar

Eine erhöhte Inflation, unaufhaltsame Staatsverschuldungen und zunehmende fiskalische Dominanz machen Staatsanleihen eher unattraktiv. Reale Anlagen wie Gold bleiben daher neben Aktien unabdingbar.

H2 2026

Vorwort



Ulrich Urbahn, CFA
Leiter Multi Asset Strategy & Research

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

die Weltwirtschaft zeigte sich im ersten Halbjahr 2026 trotz des geopolitischen Chaos insgesamt robust. Getrieben von einem soliden globalen Konjunkturpfad, unterstützender Geld- und Fiskalpolitik sowie dem KI-Boom konnte der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten nach dem Kursfeuerwerk 2025 grundsätzlich anhalten, auch wenn die Volatilität – insbesondere unterhalb der Oberfläche – klar zugenommen hat. Die USA profitierten von einem starken Wachstum und einer ausgeprägten KI-Dynamik, während sich Europa als Nettoenergieimporteur mit höheren Energiekosten, einer Wachstumsflaute und einer schwachen Gewinnentwicklung konfrontiert sah. Neben den US-Aktien gehörten andere KI-Profitere, etwa aus Südkorea und Taiwan zu den klaren Gewinnern der ersten Jahreshälfte 2026. Staatsanleihen und Edelmetalle taten sich durch die im Zuge des Irankrieges gestiegenen Leitzinserwartungen und langfristigen Renditen schwer.

Vor diesem Hintergrund bleibt unser Basisszenario für das zweite Halbjahr vorsichtig optimistisch. Zwar bleiben Konjunktur-, Inflations- und geopolitische Risiken auch nach Beendigung des Irankrieges aufgrund immer noch erhöhter Energiepreise präsent oder nehmen rund um die US-Zwischenwahlen sowie der anziehenden IPO-Aktivität sogar zu. Gleichzeitig stützen jedoch eine global expansive Fiskalpolitik, robuste Unternehmensgewinne, reichlich Liquidität und der säkulare KI-Wachstumsmotor die Märkte. Solange weder eine deutliche Straffung der US-Geldpolitik noch eine Rezession absehbar sind, sehen wir keinen Grund, Aktien strategisch zu untergewichten. Beide Szenarien halten wir zumindest auf kurze Sicht für unwahrscheinlich.

Entsprechend fahren wir weiterhin eine moderate Aktienübergewichtung mit Präferenz für die USA, ausgewählte Schwellenländer und KI-Gewinner, ergänzt um selektive Value-Sektoren wie Banken und Rohstoffaktien. Edelmetalle bleiben aus unserer Sicht trotz der jüngsten Korrektur ein wichtiger Portfoliobaustein, da höhere Staatsverschuldungen und strukturell erhöhte Inflation das Argument für Sachwerte untermauern.

Mit dem Ende des Irankrieges dürften die makroökonomischen Gegenwinde zudem allmählich wieder abnehmen. Bei Staatsanleihen – vor allem im Kernsegment – bleiben wir angesichts steigender Neuemissionen, schwächerer Diversifikationseigenschaften und der zunehmenden Konkurrenz durch die Finanzierung großer KI-Investitionen untergewichtet. Unternehmensanleihen erachten wir in Relation zu Staatsanleihen trotz der engen Risikoaufschläge als attraktiver. Hierbei steht für uns die Vereinnahmung von Renditeaufschlägen im Vordergrund. Eine erhöhte Kasseposition halten wir bewusst als „trockenes Pulver“ vor, um mögliche Rücksetzer und Phasen erhöhter Volatilität im weiteren Jahresverlauf taktisch zu nutzen.

Im Insights-Interview ab Seite 14 geht Javier Garcia Laparra, Lead Portfolio Manager des Berenberg Emerging Asia Focus Fonds, auf Opportunitäten in Asien auch abseits des KI-Sektors näher ein. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und erholsame Sommertage.

Ulrich Urbahn

Inhalt

Multi-Asset-Strategie Schwächephasen konstruktiv nutzen	Seite 3
Volkswirtschaft Schrittweise Rückkehr zur Normalität	Seite 6
Aktien Aktienmärkte dürften weiterhin volatil bleiben	Seite 8
Anleihen Auch in Zeiten des Krieges einen Blick wert	Seite 10
Rohstoffe Rohstoffpreise im Zeichen des Irankonfliktes	Seite 12
Währungen Starke US-Wirtschaft belastet Euro und Yen	Seite 13
Berenberg Insights Interview mit Javier Garcia Laparra	Seite 14
Impressum	Seite 16



Schwächephasen konstruktiv nutzen

Auf den Punkt

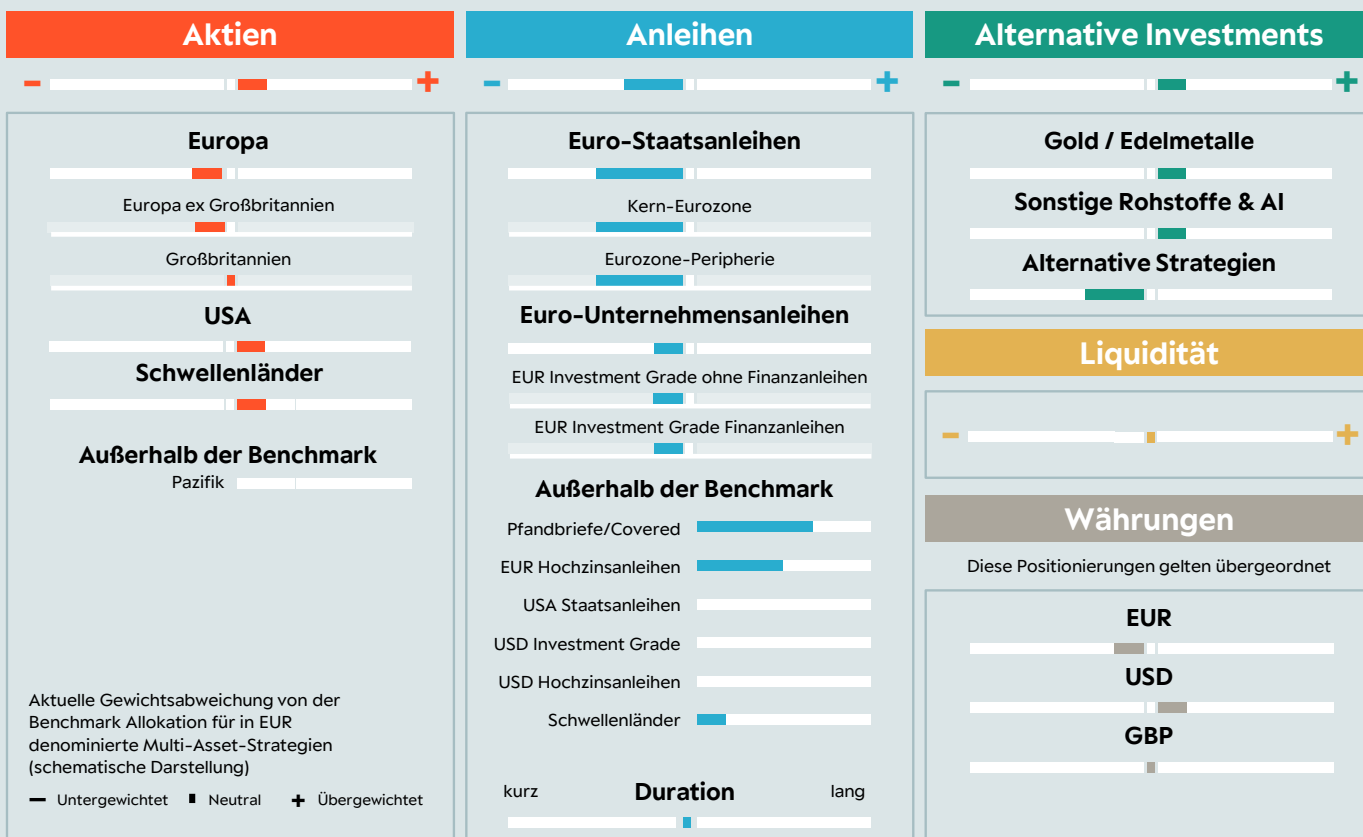
- Während die US-Wirtschaft boomt, haben sich in Europa die Stagflationsrisiken erhöht. Ein Ende des Irankrieges und hohe Fiskalausgaben könnten die Konjunktur in den kommenden zwei Jahren jedoch spürbar beleben.
- Geldpolitik, Inflation und die US-Zwischenwahlen werden im zweiten Halbjahr im Fokus stehen. Geopolitik und der IPO-Boom stellen zusätzliche Risiken dar.
- Wir bleiben konstruktiv für Aktien und Edelmetalle, gestützt durch steigende Unternehmensgewinne, reichlich Liquidität und anhaltende finanzielle Repression. Solange weder eine deutlich straffere Geldpolitik der Federal Reserve noch eine Rezession absehbar sind, sollten Anleger Aktien nicht untergewichten.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Im ersten Halbjahr haben wir von unserem konstruktiven Blick auf Aktien sowie der Übergewichtung von Schwellenländer- und US-Aktien gegenüber Europa profitiert. Schließlich leidet

Europa besonders unter den höheren Energiekosten. Zudem zählt der alte Kontinent nicht zu den unmittelbaren KI-Profitoren. Auch unsere Skepsis bezüglich Staatsanleihen hat sich bezahlt gemacht. Edelmetalle haben hingegen nur zum Jahresstart positiv beigetragen, die höheren Leitzinserwartungen in Folge der gestiegenen Inflationsrisiken belasteten zuletzt jedoch. Entsprechend positiv war es zumindest, dass wir die Gewinne bei Silber rechtzeitig realisiert und unsere Goldposition reduziert hatten. Zum Halbjahreswechsel halten wir an unserer moderaten Aktienübergewichtung fest, mit leichter Präferenz für die USA und Schwellenländer. Bei unverändertem Ausblick wäre ein Aktien-Rücksetzer aus unserer Sicht sogar eine Kaufgelegenheit.

Unsere Auffassung, dass im Umfeld ausufernder Staatsschulden und strukturell erhöhter Inflation Sachwerte gegenüber nominellen Staatsanleihen bevorzugt werden sollten, spiegelt sich deutlich im Portfolio wider. Wir bleiben entsprechend bei Aktien und Edelmetallen übergewichtet. Anleihen, insbesondere Staatsanleihen, sind dagegen untergewichtet. Zudem halten wir Kasse als „trockenes Pulver“ vor.



Rückblick H1 2026 – viele Überraschungen

Im ersten Halbjahr 2026 präsentierten sich die Kapitalmärkte trotz hoher geopolitischer Unsicherheit insgesamt resilient, wobei ein solider globaler Konjunkturpfad und eine weiterhin expansive Geld- und Fiskalpolitik die zentrale Stütze für Risikoanlagen bildeten. Nach dem Kursfeuerwerk 2025 blieb der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten grundsätzlich intakt. Zugleich nahm die Volatilität vor allem unterhalb der Oberfläche merklich zu, getrieben durch die Eskalation im Iran: Nach einem von zyklischen Titeln und Nebenwerten getragenen Jahresstart führten steigende Energiepreise und höhere Zinsen zu einem spürbaren Stresstest insbesondere für europäische Aktien, die zumindest zeitweise auch darunter litten, dass sie unterproportional am KI-Boom partizipieren. US-Aktien und KI-Profitore aus Südkorea und Taiwan waren die großen Gewinner, getrieben durch deutliche Aufwärtsrevisionen bei den Gewinnsschätzungen. Anleihen und Edelmetalle wurden hingegen durch das Auspreisen von Zinssenkungen belastet. Gold verzeichnete nach Ausbruch des Irankriegs massive Abflüsse aus ETFs – vor allem von US-Investoren (obere Abb. S. 5).

Konjunkturausblick – Markt preist zunehmend Inflationsrisiken

Die aufgrund des Irankriegs höheren Energiepreise und Transportkosten lassen die Inflation weltweit ansteigen. Wie stark der Schock ausfällt und wie lange er anhält, hängt davon ab, wie schnell sich der Schiffsverkehr aus dem Golf normalisiert und wie lange es dauert, bis der Ölkreislauf (inklusive die Wiederauffüllung der globalen Öllagerbestände) wieder vollständig funktioniert. Die EZB hat den deutlichen Verbraucherpreisanstieg genutzt, um im Juni ihre Zinsen das erste Mal seit drei Jahren um 25 Bp zu erhöhen. Der Markt erwartet, dass weitere

Zinserhöhungen folgen könnten. Unsere Volkswirte sind angesichts der damit einhergehenden Konjunkturrisiken für die Eurozone hingegen skeptisch. Für die USA gab es eine ähnlich starke Anpassung an die Zinserwartungen: Seit Beginn des Irankriegs am 28. Februar sind die kurzfristigen Zinserwartungen um über 100 Bp gestiegen (mittlere Abb. S. 5), getrieben auch durch einen weiterhin robusten US-Arbeitsmarkt sowie starke Daten aus dem verarbeitenden Gewerbe. Im Mai begann der Markt erstmals in diesem Zyklus, kurzfristige US-Zinserhöhungen einzupreisen.

Insgesamt ergibt sich für das zweite Halbjahr 2026 daher ein gemischtes Bild. Auf der einen Seite stehen zahlreiche wirtschaftliche und geopolitische Risiken. Auf der anderen Seite stützt die Fiskalpolitik in Deutschland und den USA weiterhin die Konjunktur. Die US-Wirtschaft wird derzeit zudem von einem KI-Boom angetrieben. China kämpft derweil weiterhin mit Problemen im Immobiliensektor und der schlechten Stimmung der Verbraucher. Europa ringt mit Stagflationsrisiken. Das Wachstum wird 2026 verhalten ausfallen. Ein Ende des Ukrainekriegs und hohe Fiskalausgaben könnten in den nächsten zwei Jahren jedoch die Konjunktur spürbar beleben.

Ausblick auf die Märkte – vorsichtig optimistisch

Rein fundamental sollten Aktien über die nächsten Monate unterstützt bleiben. Die Unternehmensgewinne steigen, wenngleich die Erwartungen in einigen Bereichen bereits sehr ambitioniert sind. Eine Rezession ist vor allem in den USA nicht in Sicht, und Liquidität ist reichlich vorhanden. Zudem sind viele Privatanleger weiterhin skeptisch, sodass das Sentiment auch noch nicht euphorisch ist. Die Zinsen haben sich wie der

Während sich Gold mit Energiepreisspitzen schwertat, zeigten sich die globalen Aktienmärkte eher unbeeindruckt von dem Irankrieg

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in 2025 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	■ YTD (31.12.25–22.06.26)	■ 2025 (31.12.24–31.12.25)	22.06.25	22.06.24	22.06.23	22.06.22	22.06.21		
Brent	-17,8	58,0	33,8	-5,4	30,8	-21,3	98,2	20,9	35,4
MSCI EM	3,4	33,0	55,8	3,9	14,1	0,2	-14,7	9,6	16,4
MSCI USA	12,3	3,4	27,0	2,7	29,2	13,8	-1,4	13,6	17,1
MSCI Europa	10,1	19,4	22,1	6,5	16,3	15,5	-7,7	10,0	13,7
EM-Staatsanleihen	0,0	5,4	12,8	-0,2	11,8	2,0	-8,0	3,4	7,5
US-Staatsanleihen	-6,4	2,8	4,2	-3,9	4,4	-4,8	2,0	0,3	6,9
USD/EUR	-11,9	2,8	0,8	-7,2	2,5	-3,5	13,0	0,9	7,5
MSCI Deutschland	2,4	20,2	6,1	26,9	11,8	18,1	-19,9	7,3	16,7
Euro-Unternehmensanleihen	1,0	3,0	2,3	5,8	6,9	0,3	-13,1	0,2	3,6
Euro-Übernachteinlage	0,9	2,2	2,0	3,1	3,9	1,5	-0,6	2,0	0,1
Euro-Staatsanleihen	0,6	2,3	1,2	4,8	3,8	-2,6	-8,7	-0,4	3,7
Gold	-0,3	45,1	25,5	34,7	24,4	0,3	16,8	19,7	16,2

Zeitraum: 22.06.2021–22.06.2026

Quelle: Bloomberg * CAGR = annualisierte Rendite (in %, in EUR); Std.-Abw. = annualisierte Standardabweichung (in %, in EUR).



US-Dollar zuletzt (volatil) seitwärts bewegt, was auch unterstützend ist. Zeitgleich gibt es durch den technologischen Fortschritt vor allem im KI-Bereich Margenverbesserungspotenzial für viele Unternehmen. Geopolitisch könnte ein überraschender Frieden in der Ukraine ebenfalls positiv für die Märkte sein. Zu guter Letzt treiben die Unsummen an mechanischen ETF-Zuflüssen die Märkte nach oben. Allerdings erwarten wir einen volatilen Sommer/Herbst. Zum einen ist der Anreiz nach der starken ersten Jahreshälfte groß, Positionen zu rebalancieren und Gewinne mitzunehmen – auch angesichts der kommenden US-Zwischenwahlen. Zum anderen ging ein neuer Fed-Vorsitzender zumindest historisch stets mit höherer Marktvolatilität einher. Der sich nun beschleunigende IPO-Boom, die zunehmende Aufnahme von Fremdkapital durch Anleihen sowie geringere Aktienrückkaufprogramme durch die großen Tech-Unternehmen sind allesamt zusätzlich marginal negative Faktoren. Schließlich wird das Aktien- und Anleiheangebot erhöht, während die Nachfrage nach Aktien durch Unternehmen sinkt (untere Abb. S. 5). Das größte Risiko für Risikoanlagen ist eine deutlich restriktivere Zentralbankpolitik. Sollte es zu einem neuen globalen Zinserhöhungszyklus kommen, würden viele Marktteilnehmer auf dem falschen Fuß erwischt werden. Das ist nicht das Basisszenario unserer Volkswirte, stellt aber gleichwohl das bedeutendste Risiko dar.

Aktien und Gold bleiben bevorzugt

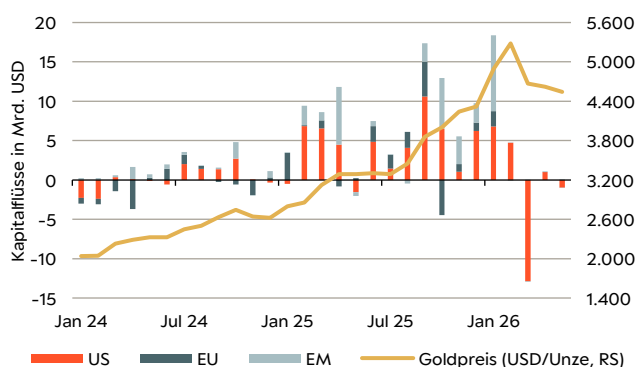
Wir sehen entsprechend weiteres Aufwärtspotenzial für Aktien und fahren eine moderate Übergewichtung. Wir setzen dabei vor allem auf KI-Gewinner sowie selektive Value-Sektoren wie Banken, um das Portfolio auszubalancieren. Die von uns antizipierte Volatilität spricht darüber hinaus dafür, „trockenes Pulver“ vorzuhalten, um taktische Opportunitäten über die nächsten Monate wahrzunehmen. Auch wenn wir Gold im ersten Halbjahr reduziert haben, bleiben wir Übergewichtet. Die strukturellen Treiber (höhere Staatsverschuldung, Inflation, etc.) bleiben intakt, und die Positionierung sowie die Anlegerstimmung ist nun deutlich weniger euphorisch, was positiv ist.

Bei Staatsanleihen bleiben wir nicht nur wegen der gestiegenen Inflationsrisiken skeptisch. Zum einen steigt die Staatsverschuldung allerorten weiter. Zudem führen die Fremdfinanzierungen der riesigen KI-Investitionen zur neuen Konkurrenz hinsichtlich der Gunst der Anleger. Darüber hinaus hat der Abverkauf im März erneut gezeigt, dass Anleihen Aktien nicht mehr so gut diversifizieren wie in den letzten beiden Dekaden. Häufig erhöhen sie sogar die Portfoliovolatilität. Entsprechend sind wir im Anleihebereich weiterhin stark in Sonderthemen wie Frontier-Market- und Katastrophenanleihen investiert.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Gold-ETFs verzeichneten deutliche Abflüsse bei Kriegsausbruch

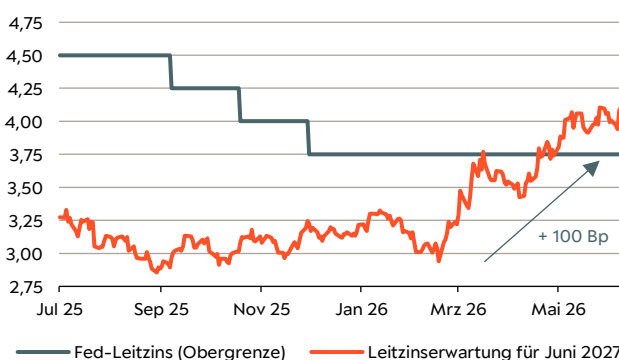
Monatlich aggregierte Kapitalflüsse in Gold ETFs nach Region sowie Goldpreis (USD je Unze)



Zeitraum: 01.01.2024–31.05.2026
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Markt preist weniger Rückenwind durch lockere Geldpolitik ein

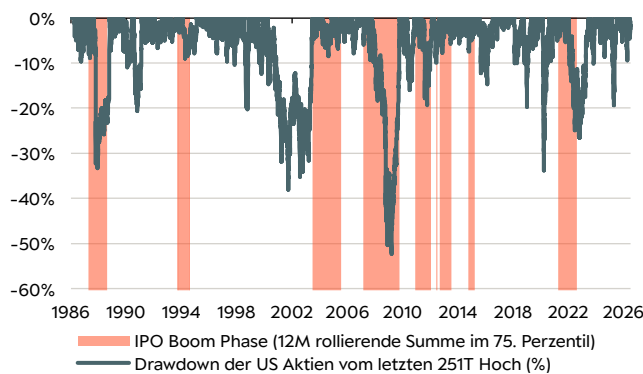
Leitzinsentwicklung der Federal Reserve (Obergrenze) und Leitzinserwartung für Juni 2027 gemessen am 3-Monats SOFR Future



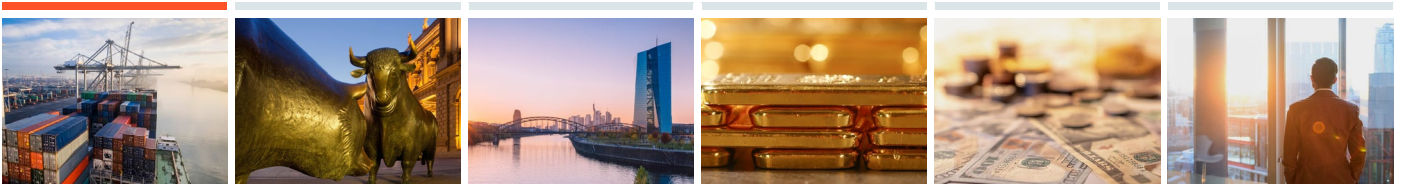
Stand: 22.06.2026
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Vorherige IPO-Booms gingen mit höherer Volatilität einher

IPO-Aktivität dürfte über die Sommermonate weiter anziehen



Zeitraum: 01.01.1915–22.06.2026
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Schrittweise Rückkehr zur Normalität

Auf den Punkt

- Iran-Schock dämpft kurzzeitig die Weltkonjunktur.
- Schrittweise Rückkehr zu normalem Wachstum.
- Der Fiskalimpuls stützt die deutsche Wirtschaft, aber ohne echte Reformen geht die Standortflucht weiter.
- Trotz KI-Boom: Trumps Politik bremst die US-Wirtschaft.
- Leitzinsen stabil, sofern der Energieschock bald endet.

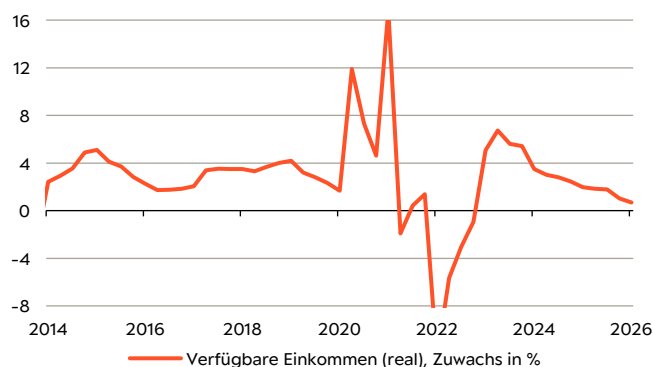
Iran-Schock dämpft kurzzeitig die Weltkonjunktur

Nach einem guten Start ins Jahr 2026 hat der Irankrieg die Konjunktur in Europa und vielen Schwellenländern im zweiten Quartal aus dem Tritt gebracht. Während die Eurozone und Großbritannien offenbar in eine Stagflation abgerutscht sind, hat das Wachstum auch in den Ländern Asiens nachgelassen, die sehr auf Energieeinfuhren aus dem Persischen Golf angewiesen sind. In den USA, selbst Nettoenergieexporteur, sind die Schäden weitaus geringer. Aber auch dort leiden die privaten Verbraucher unter den hohen Ölpreisen.

Offenbar haben weder US-Präsident Donald Trump noch das Regime im Iran ein Interesse an einem langen Konflikt. Wir erwarten deshalb, dass nach dem Rahmenabkommen vom 17. Juni die für den Welthandel wichtige Straße von Hormus nicht erneut für längere Zeit geschlossen wird. Entsprechend kann sich die Weltkonjunktur im zweiten Halbjahr von dem Iranrückschlag erholen. Auch der Inflationsdruck dürfte in den meisten Ländern wieder abnehmen. Der derzeit wenig robuste private Verbrauch erschwert es den Unternehmen, höhere Kosten voll auf die Verbraucher zu überwälzen.

USA: Konsum kann die Konjunktur nicht mehr lange stützen

Die reale Kaufkraft der Verbraucher legt kaum noch zu



Zuwachs der real verfügbaren Einkommen, in % ggü. Vorjahr. Quartalsdaten. Zeitraum: 01/2014–03/2026. Quelle: BEA.

Eurozone: Wachstum zum bis Herbst verhalten

Trotz des Trumpschen Zollchaos und der chinesischen Exportschwemme konnte die Wirtschaft der Eurozone im Jahr 2025 mit normalem Tempo wachsen. Rechnet man die volatilen irischen Daten heraus, die das Bild verzerren, legte die Wirtschaft um 1,1 % zu. Die hohen Energiepreise der Monate März bis Mai 2026 sowie die verbreitete Unsicherheit über den Ausgang des Irankrieges haben das Wachstum im zweiten Quartal allerdings zum Erliegen gebracht. Da es vermutlich einige Monate dauern wird, bis die Lage sich halbwegs normalisiert hat, dürfte das Wachstum im dritten Quartal ebenfalls noch verhalten bleiben. Danach kann die Konjunktur wieder an Schwung gewinnen. Für das Gesamtjahr 2026 könnte sich – ohne Irland – ein Zuwachs von 0,6 % ergeben.

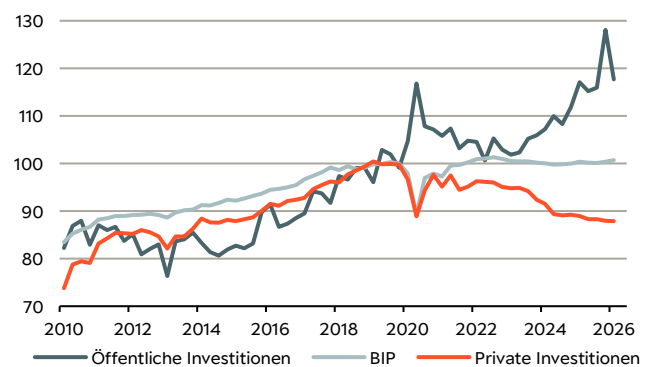
Eurozone: von der Stagflation zum Mini-Boom – wenn Deutschland sich bessert

Deutschland: Reformen müssen das Fiskalpaket begleiten

Während sich einstige Krisenländer in Südeuropa zu den neuen Wachstumsmotoren des Kontinents entwickelt haben, lastet die deutsche Dauerschwäche auf dem Ausblick für Europa. Angesichts der steigenden Lohnnebenkosten und der hohen Energiepreise sowie des Mangels an Fachkräften und der Unsicherheit über den künftigen Kurs der deutschen Wirtschaftspolitik halten sich viele Unternehmen mit Investitionen in Deutschland zurück. Die Mehrausgaben für Verteidigung und Infrastruktur stützen zwar zunehmend die Konjunktur. Aber der anhaltende Rückgang der privaten Investitionen gleicht den Zuwachs der öffentlichen Ausgaben bisher weitgehend aus.

Das deutsche Problem

Öffentliche Investitionen steigen – aber private Investitionen fallen



Indexwerte, real und indiziert auf 100 am 01.01.2019. Quartalsdaten. Zeitraum: 01/2010–03/2026, Quelle: Destatis.



Die bisherigen Reformen wie der „Investitionsbooster“ und der „Bauturbo“ haben nicht ausgereicht, die einsetzende Standortflucht vieler Unternehmen zu stoppen. Sollte die Regierung in Berlin allerdings wie geplant in Kürze ein größeres Reformpaket schnüren, könnte dies den Ausblick verbessern. Auch wenn die Reformen wahrscheinlich unvollständig bleiben, rechnen wir doch mit einigen positiven Impulsen. Zusammen mit der weiter zunehmenden Staatsnachfrage könnten bessere Standortbedingungen die privaten Investitionen beleben. Angesichts der Knappheit an Wohnraum wird auch der Wohnungsbau vermutlich ab dem Herbst zum Wachstum beitragen. 2027 kann die deutsche Konjunktur dann um etwa 0,9 % zulegen. Ein Rückgang der Arbeitslosigkeit kann dann auch den privaten Verbrauch zusätzlich anschieben.

Eine bessere deutsche Konjunktur wird auch auf andere europäische Länder ausstrahlen, für die Deutschland oftmals weiterhin der wichtigste Handelspartner ist. Für 2028 erwarten wir deshalb einen Mini-Boom in der Eurozone mit einer Wachstumsrate, die mit 1,6 % über dem Trend von 1,2 % liegen dürfte.

USA dürften langsam an Schwung verlieren

Höhere Zölle, eine ausgeprägte Unsicherheit und der Einwanderungsstopp machen vielen Unternehmen zu schaffen. Die Schäden der Trumpschen Wirtschaftspolitik zeigen sich in einer langsam abnehmenden Dynamik der US-Konjunktur. Auch wenn die jüngsten Steuersenkungen die Konjunktur im zweiten Quartal wahrscheinlich erheblich gestützt haben, dürfte sich das Wachstumstempo danach bei etwa 1,5 % einpendeln. Die Investitionen in künstliche Intelligenz helfen zwar. Allerdings müssen die USA einen großen Teil der Ausrüstung aus

Ostasien importieren. Bisher beschert der Boom in künstlicher Intelligenz Taiwan und Südkorea einen größeren Schub als den USA selbst. Der Einsatz künstlicher Intelligenz wird die Produktivität der Wirtschaft gerade in den USA in künftigen Jahren wohl anschieben, aber der Effekt dürfte nicht ausreichen, um die Schäden des Einwanderungsstopps auszugleichen.







Viele US-Bürger stöhnen über den Inflationseffekt des Irankrieges und der Zölle, die Trump 2025 verhängt hat. Bei den Zwischenwahlen zum Kongress am 3. November werden Trumps Republikaner deshalb vermutlich ihre Mehrheit in einer der beiden Kammern, im Abgeordnetenhaus, verlieren. Danach könnte Trump zwar weiter für viele geopolitische Schlagzeilen sorgen. Aber wirtschafts- und finanzpolitisch wäre er dann für seine letzten zwei Amtsjahre eine lahme Ente. Für die US- und die Weltwirtschaft muss das kein Nachteil sein.

EZB und Fed halten still, BoE könnte Ende 2026 Leitzins senken

Viele Zentralbanken haben auf den durch den Irankrieg ausgelösten Inflationsschub reagiert. Der neue Chef der US-Fed, Kevin Warsh, hat die Geldpolitik entgegen der ursprünglichen Hoffnung von Trump im Juni nicht gelockert. Die EZB hat sogar ihren Einlagensatz um 25 Bp auf 2,25 % angehoben. Die Finanzmärkte erwarten, dass die EZB und die Fed ihre Geldpolitik im weiteren Jahresverlauf straffen werden. Allerdings kann der Inflationsschub der vergangenen Monate langsam wieder auslaufen, wenn sich die Ölpreise weiter normalisieren. Deshalb rechnen wir damit, dass Fed und EZB ihre Zinsen im zweiten Halbjahr 2026 nicht anheben werden. Bei kräftig nachlassendem Lohndruck könnte die Bank of England im Dezember sogar die Zinsen senken.

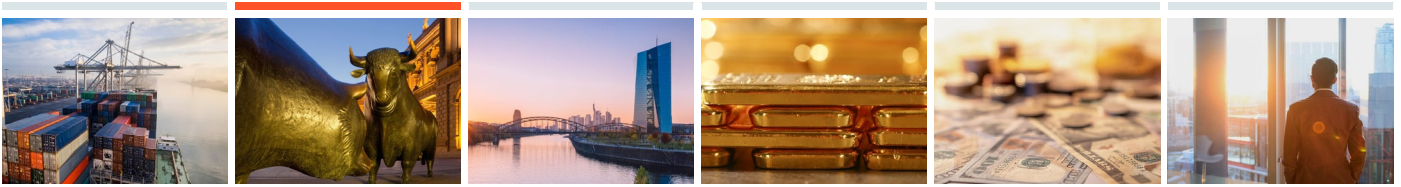
Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2026		2027		2028		2026		2027		2028	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	1,7	2,2	1,5	2,1	1,4	2,0	3,7	2,7	2,7	3,5	2,7	2,4
Eurozone	0,2	1,5	1,3	0,6	1,6	1,2	2,8	2,1	2,1	2,9	2,2	2,2
Deutschland	0,3	0,3	0,9	0,6	1,4	1,1	2,7	2,3	2,0	2,8	2,1	2,3
Frankreich	0,5	0,9	1,1	0,6	1,4	0,9	2,3	0,9	2,0	2,3	2,2	1,9
Italien	0,6	0,7	0,6	0,6	0,8	0,7	2,6	1,6	2,0	2,9	2,1	2,0
Spanien	2,1	2,9	2,2	2,2	2,5	1,8	3,2	2,7	2,0	3,3	2,2	2,4
Großbritannien	0,8	1,3	1,2	1,0	1,8	1,1	3,2	3,4	2,1	3,2	2,0	2,6
Japan	0,6	1,1	1,0	0,6	1,0	0,8	1,4	3,2	1,5	2,0	1,7	2,1
China	4,6	5,0	4,4	4,6	4,1	4,5	1,3	0,0	1,3	1,1	1,6	1,1
Welt*	2,3	-	2,4	-	2,3	-	-	-	-	-	-	-

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.

** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 22.06.2026. BIP 2025 und 2026 verzerrt durch irische Sondereffekte. BIP-Wachstum ohne Irland: 2025 1,1 %, Berenberg Prognose 2026 0,6 %.



Aktienmärkte dürften weiterhin volatil bleiben

Auf den Punkt

- Globale Leitindizes verbuchen 2026 erneut Kursgewinne trotz Energie- und Zinsschocks. Asiatische Aktien liegen im Performance-Ranking vorne – deutsche Aktien hinten.
- Starke Unternehmensgewinne, eine brummende US-Wirtschaft, kombiniert mit eher strukturellen Faktoren wie etwa einem starken Geldmengenwachstum, dürften Aktien auch über die kommenden Monate stützen.
- Die Volatilität dürfte Anlegern erhalten bleiben – nicht nur wegen der Lage am Golf. Energie-Aktien bleiben neben KI-nahen Sektoren essenzielle Portfoliobausteine.

Aktien performen solide – trotz zahlreicher Störfeuer

Die globalen Aktienmärkte performten in der ersten Jahreshälfte solide. Alle drei großen Aktienregionen (USA, Europa und Asien) konnten seit Jahresbeginn an Wert gewinnen – trotz des geopolitischen Chaos, gestiegener Zinsen und deutlich höherer Energiekosten. Die Markteuphorie um Chips, KI und Rechenleistung entwickelte sich dabei zu einem zentralen Zugpferd der Hausse und verhalf den Aktienbenchmarks der asiatischen Schwellenländer zu teils parabolischen Kursanstiegen. Doch auch US-Aktien profitierten vom KI-Hype und konnten neue Allzeithochs erreichen. Europäische, vor allem deutsche Aktien, taten sich im globalen Vergleich zeitweise etwas schwerer. Dabei wirkten zwei Faktoren als Bremsklötze für die hiesigen Märkte: Zum einen ist die Eurozone als Nettoenergieimporteur stärker von steigenden Energiepreisen betroffen. Zum anderen profitieren die europäischen Aktienbenchmarks unterproportional vom gegenwärtigen KI-Hype.

Robuste Fundamentaldaten dürften Aktien weiter stützen

Wir gehen davon aus, dass Aktien ihre Rallye in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen. Diese Einschätzung beruht in erster Linie auf den starken Fundamentaldaten. So liegt etwa die Rate der US-Gewinnrevisionen auf einem der höchsten Niveaus der letzten 20 Jahre. Gleichzeitig zeichnen die Frühindikatoren ein sehr konstruktives Makrobild für die USA (Abb. auf S. 9). In Kombination mit strukturellen Faktoren wie der wachsenden Geldmenge, einer global expansiven Fiskalpolitik sowie einer mechanisch höheren Aktiennachfrage durch ETF-Sparpläne dürfte dies die globalen Aktienbenchmarks über die kommenden Monate hinweg stützen – auch wenn höhere Zinsen größere Bewertungsausweitungen unterbinden dürften.

Zins- und Energierisiken dürften Anlegern erhalten bleiben

Das zweite Halbjahr 2026 dürfte nicht weniger volatil werden als das erste. Der beginnende Wahlkampf um die US-Zwischenwahlen im November, weitere Mega-IPOs in den USA (Anthropic und OpenAI) sowie der Führungswechsel an der Spitze der Fed dürften in ihrer Gesamtheit die Unsicherheit am Markt auch weiterhin erhöht halten. Der Persische Golf bleibt eine zentrale Risikoquelle für die globalen Aktienmärkte – auch *nachdem* die Konfliktparteien sich auf einen Rahmenvertrag geeinigt haben. So dürfte es Monate dauern, bis sich die Rohstofflieferungen aus der Golfregion wieder normalisieren. Auch mit Blick auf die teils sehr geringen Lagerbestände von Öl(-produkten) dürften Anlegern daher Inflations- und Zinsrisiken auch weiterhin erhalten bleiben. In diesem Umfeld sind Value-Aktien wie Banken und Rohstoffaktien weiterhin essenzielle Portfoliobausteine, sowohl aus Gewinn- als auch aus Diversifikationsaspekten.

Trotz einer sehr turbulenten ersten Jahreshälfte performten die globalen Aktienindizes solide – deutsche Werte mit roter Laterne

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in 2025 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.2025–22.06.2026)	■ 2025 (31.12.24–31.12.2025)	22.06.25	22.06.24	22.06.23	22.06.22	22.06.21			
MSCI EM Asien	16,5	38,3	61,5	3,8	16,8	-1,8	-15,5	2,5	2,4	12,4
MSCI Japan	9,9	23,7	41,2	3,8	11,5	16,9	-11,7	2,0	2,0	18,1
MSCI USA Small Caps	-1,6	23,1	39,5	-0,9	14,8	9,1	-11,2	2,3	1,7	18,5
MSCI EM Lateinamerika		14,4	38,5	1,7	-4,3	24,1	-3,1	1,8	5,2	9,5
MSCI Eurozone		12,5	25,3	11,7	14,5	20,7	-14,0	2,2	3,0	15,6
MSCI USA		12,3	27,0	2,7	29,2	13,8	-1,4	5,2	1,1	20,8
MSCI Eurozone Defensive		11,5	20,6	7,1	4,2	10,0	-2,9			
MSCI Europa		10,1	22,1	6,5	16,3	15,5	-7,7	2,4	3,1	15,3
MSCI Eurozone Zyklisch		9,8	15,6	11,2	21,3	13,7	-17,0			
MSCI Großbritannien		8,4	22,2	8,8	16,5	9,2	6,4	2,2	3,4	12,7
MSCI Europa ex UK Small		6,1	14,0	5,2	10,5	3,1	-16,2	1,6	3,4	14,9
MSCI Deutschland		2,4	6,1	26,9	11,8	18,1	-19,9			

Zeitraum: 22.06.2021 – 22.06.2026

Quelle: Bloomberg * KBV = Kurs-Buchwert-Verhältnis; Div. = Dividendenrendite (%); KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis. Werte basieren auf Schätzungen für die nächsten 12 Monate.



Europäische Aktien benötigen Trendwende auf der Makroseite

Neben selektiven Value-Segmenten bleiben Halbleiter und andere KI-nahe Sektoren für uns als Portfolioübergewicht weiterhin bestimmend. Allein seit Jahresbeginn hat sich die Token-Verwendung für gängige KI-Modelle mehr als verfünffacht – ein klares Zeichen dafür, dass die KI-Adaption in der „Realwirtschaft“ in vollem Gange ist. Dieser fast schon säkulare Wachstumstreiber dürfte KI-nahe Sektoren auch weiterhin stützen. Auf regionaler Ebene dürften die Aktienbenchmarks der asiatischen Schwellenländer, neben ihren US-Pendants, am meisten von der fortschreitenden KI-Implementierung profitieren. Neben attraktiven Bewertungen sowie einer nicht allzu überzogenen Positionierung internationaler Investoren spricht dies auch weiterhin für ein Übergewicht in der Region.

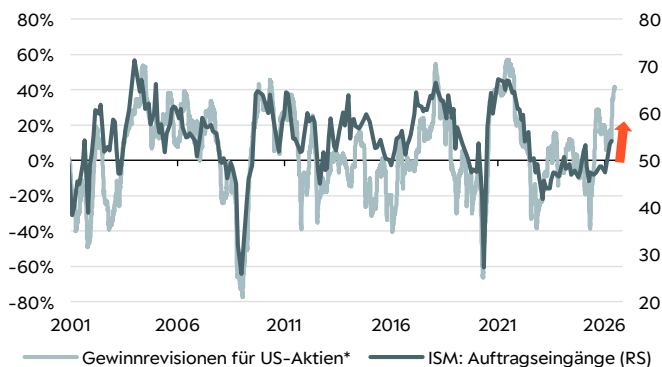
Europäische Aktien benötigen einen klaren Makroimpuls, um sich gegenüber ihren Pendants aus den USA und Asien zu behaupten. Ein solcher makroökonomischer Katalysator – etwa durch eine schlagartige Normalisierung der Rohstofflieferung aus der Golfregion oder gar Frieden in der Ukraine – steht jedoch noch aus. Daher halten wir europäische Aktien für den Moment leicht unterhalb unserer Benchmarkquote. Sobald sich diese fast schon binären Aufwärtskatalysatoren materialisieren, dürften europäische Aktien Anlegern im Vergleich zu anderen Regionen solides Aufwärtspotenzial bieten.

Wenngleich die Volatilität erhöht bleiben dürfte, gehen wir davon aus, dass Aktien ihre Rallye weiter fortsetzen. In diesem Umfeld bleiben die genannten Value-Segmente und KI-nahe Werte essenzielle Bausteine für unsere Multi-Asset-Portfolios.

Fabian Birli, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Sehr starke Fundamentaldaten dürften Aktien weiter stützen

Gewinnrevisionen für US-Aktien*: Anteil der Netto-Gewinn-Upgrades für US-Unternehmen über die letzten drei Monate



Zeitraum: 01.01.2001–22.06.2026
Quelle: Factset, Bloomberg, Berenberg. *Bloomberg 500 Index

Was die Unternehmen bewegt

In unseren Gesprächen mit Unternehmen dominieren aktuell zwei Themen: die ungebrochene KI-Investitions-welle und die Folgen des Irankriegs. Die erhöhte geopolitische Unsicherheit lenkte Kapital noch stärker in die als strukturell geltenden KI-Gewinner mit starkem operativem Momentum – insbesondere Halbleiter, Netzwerkinfrastruktur, Stromversorgung und Rechenzentren. Klassische Softwaretitel blieben dagegen unter Druck, da Investoren zwischen echter KI-Monetarisierung und möglicher Disruption durch automatisierte Agenten stärker differenzieren. Energieaktien profitierten im Zuge des Kriegsausbruchs im Iran von den steigenden Ölpreisen, werden seit der Waffenruhe jedoch durch die Aussicht auf eine mögliche Deeskalation und wieder sinkende Ölpreise gebremst. Konsumnahe Titel kämpften derweil mit einer schwachen Verbraucherstimmung und der Sorge vor wieder anziehender Inflation infolge höherer Energie- und Nahrungsmittelpreise. Im Industriesektor zeigten sich einzelne starke Nischen: US-Reshoring, Elektrifizierung und Zulieferer für den KI-Ausbau. Gesundheitswerte und Versorger fanden im KI-dominierten Markt wenig Beachtung. Generell wird Wachstum belohnt und Unsicherheit nur dort ausgeblendet, wo KI einen glaubwürdigen strukturellen Rückenwind bietet. Durch die Themen KI und Iran haben die USA an der Börse derzeit die Nase vorn, wobei in Europa neben KI-Gewinnern auch Banken jüngst wieder eine bessere Performance zeigen.

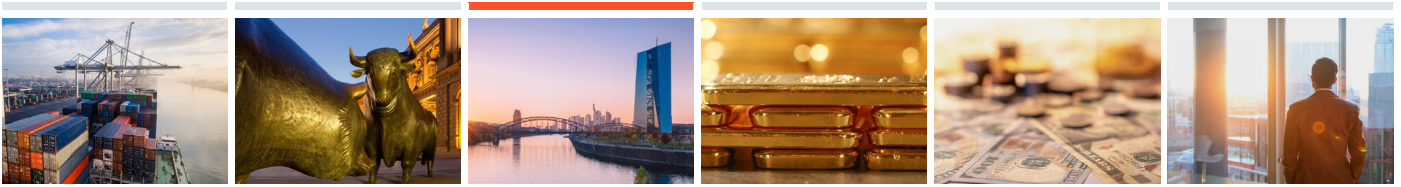
Peter Kraus, Leiter Portfoliomanagement Aktien

Prognoseübersicht: Aktien-Rallye dürfte sich volatil fortsetzen

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2026 und Jahresmitte 2027

	22.06.2026	31.12.2026	30.07.2027	In 12 Monaten
Indexprognosen	Aktuell			Ø**
Top 500 US-Aktien*	2.702	2.874	2.965	3.205
DAX	25.140	26.000	27.000	30.341
Euro Stoxx 50	6.311	6.500	6.700	7.103
MSCI UK	2.978	3.100	3.200	3.426
Indexpotenzial (in %)				
Top 500 US-Aktien	-	6,4	9,7	18,4
DAX	-	3,4	7,4	20,7
Euro Stoxx 50	-	3,0	6,2	12,6
MSCI UK	-	4,1	7,5	15,0

* Bloomberg 500 Index; **Durchschnitt, Konsensus Bottom-Up per 22.06.2026.
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



Anleihen: Auch in Zeiten des Krieges einen Blick wert

Auf den Punkt

- Nominal werden sichere Staatsanleihen wieder attraktiver, allerdings vorbehaltlich regionaler Unterschiede, erwarteter Inflation und Wechselkursschwankungen.
- Korrekturen bei europäischen Unternehmensanleihen könnten Einstiegschancen bieten, insbesondere im Hochzinssegment.

Das Umfeld für Anleihen ist und bleibt politisch

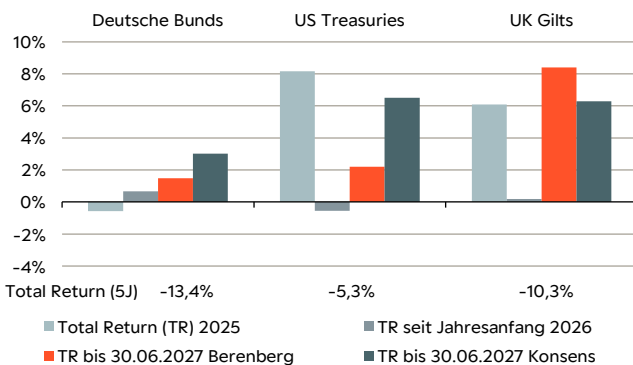
Als wären inflationäre Zölle, steigende Staatsverschuldungen und ein Wechsel im Amt des US-Notenbankpräsidenten nicht genug, verlängerte der Ausbruch des Irankrieges am letzten Tag im Februar die Liste der Unwägbarkeiten an den Anleihemärkten um einen weiteren Punkt. Staats- und Unternehmensanleihen haben bisher unterschiedlich darauf reagiert, mit Vorteilen bei Letzteren. Wird sich diese Entwicklung fortsetzen oder sehen wir einen Favoritenwechsel?

Sichere Staatsanleihen mittelfristig mit wenig Aufwärtspotenzial

Der erfolgreiche Jahresstart von Staatsanleihen hoher Bonität wurde durch den Kriegsbeginn im Nahen Osten jäh gebremst. Die militärische Eskalation des Konflikts und die Blockade der Straße von Hormus bewirkten eine Bedrohung der Energieversorgung, welche die Ölpreise in die Höhe schnellen ließ. Staatsanleihen eskomptierten die aufkommenden Inflationsgefahren zügig, so dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen im März die Marke von 3,1%, im zweiten Quartal sogar die von 3,2% erreichte – der höchste Stand seit fünfzehn Jahren. US-Treasury-Renditen egalisierten ihre (im selben Zeitraum

Sichere Staatsanleihen: UK bleibt regionaler Favorit

Wertentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen, Gesamteffekt aus Kurs- / Renditeveränderung, Kuponertrag und Roll-down-Effekt



Zeitraum: 22.06.2021–22.06.2026, Renditen in lokaler Währung
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, ICE BofA Staatsanleihe-Indizes (7–10 Jahre, TR)

jüngeren) Höchststände von 2023 zwar nicht, zogen aber ebenfalls deutlich an und durchbrachen zwischenzeitlich das Niveau von 4,6%. Zentralbankseitige Leitzinssenkungen, auf die der Kapitalmarkt noch zu Beginn des Jahres gehofft hatte, wurden ausgepreist, und die Erwartungen verkehrten sich ins Gegenteil. Tatsächlich nahm die EZB vor dem Hintergrund einer auf über 3% gestiegenen Preissteigerungsrate im Juni einen Zinsschritt von 25 Bp nach oben vor. Unsere Volkswirte rechnen jedoch mit keiner weiteren Leitzinsanhebung. Trotzdem sehen wir mittelfristig in Staatsanleihen wenig Aufwärtspotenzial. Denn die Renditeentwicklung in der Eurozone und den USA dürfte trotz Entspannung im Nahen Osten das erhöhte Inflationsniveau abbilden – sowie den abnehmenden makroökonomischen Gegenwind (Abb. unten rechts).

Angesichts einer tendenziell weniger restriktiven BoE sowie aufgrund einer höheren Basisverzinsung von UK-Gilts sind die nominalen Ertragschancen für das Vereinigte Königreich verglichen mit den beiden anderen Regionen auf Ein-Jahres-Sicht klar am höchsten – sofern es die Labour-Partei schafft, trotz des innerparteilichen Machtkampfes die fiskale Disziplin auf der Insel zu wahren (Abb. unten links). In realer Betrachtung muss gleichwohl die erwartete Inflation berücksichtigt werden, aus Euro-Perspektive darüber hinaus die Möglichkeit von Wechselkursschwankungen. Deutsche Bundesanleihen und US-Treasuries sind indes trotz verbesserter nominaler Ausichten kaum attraktiv.

Unternehmensanleihen weiter auf der Überholspur

Unternehmensanleihen zeigten seit Jahresbeginn im Vergleich zu Staatspapieren eine robustere Wertentwicklung, wofür auf

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2026 und zur Jahresmitte 2027

	22.06.2026	31.12.2026	Ø*	30.06.2027	Ø*
USA	Aktuell		Ø*		Ø*
Leitzins	3,50–3,75	3,50–3,75	3,73	3,50–3,75	3,43
10J US-Rendite	4,51	4,70	4,34	4,85	4,27
Eurozone					
Leitzins**	2,25	2,25	2,47	2,25	2,37
10J Bund-Rendite	2,95	3,10	3,00	3,15	2,96
Großbritannien					
Leitzins	3,75	3,50	3,86	3,25	3,65
10J Gilts-Rendite	4,81	4,40	4,77	4,35	4,64

* Durchschnitt, Konsens per 22.06.2026, ** Einlagensatz.
Quelle: Bloomberg, Berenberg



Indexebene die geringere Zinssensitivität (Duration) des Segments einen wichtigen Faktor darstellt. Auch der Nahostkonflikt sorgte nur kurzzeitig für etwas Unruhe. Die fundamentale Stabilität des Marktes spiegelte sich in der anhaltend hohen Aktivität am Primärmarkt wider, was auf eine gesunde Nachfrage der Investoren hindeutete. Zudem prägte der Megatrend künstliche Intelligenz (KI) das Emissionsverhalten der Unternehmen. So begaben Google, Meta und Amazon seit Jahresanfang Anleihen im Wert von 144 Mrd. US-Dollar zum Ausbau ihrer KI-Infrastruktur und übertrafen damit bereits ihr Emissionsvolumen aus dem gesamten Jahr 2025 deutlich. Beide Trends sollten weiter anhalten. Vor dem Hintergrund steigender Staatsverschuldung in zahlreichen Industrienationen dürften Investoren im Rentenmarkt weiterhin gezielt nach Alternativen zu Staatsanleihen suchen. Unternehmensanleihen von Emittenten mit stabilen Geschäftsmodellen und soliden Bilanzen stehen dabei im Fokus. Zusätzlich eröffnen Unternehmensanleihen Investoren im Portfoliokontext breitere Diversifikationsmöglichkeiten und bieten einen Renditevorteil gegenüber Staatsanleihen. Auch im defensiveren Pfandbrief- und Covered-Bond-Segment war eine rege Emissionstätigkeit zu verzeichnen. Dabei nutzen immer mehr Kreditinstitute Covered Bonds als Refinanzierungsvehikel, allen voran für Immobilienkredite. Allerdings zeigen sich dadurch zunehmend regionale Verschiebungen. Der Anteil außereuropäischer sowie osteuropäischer Emittenten nahm spürbar zu, während die Emissionstätigkeit aus Kerneuropa, wie Deutschland und Frankreich, im relativen Vergleich rückläufig war (Abb. unten links). Bedenken hinsichtlich einer Eintrübung der Kreditqualität in diesem Segment sind jedoch unbegründet, da 2019 ein

einheitlicher europäischer Rechtsrahmen geschaffen wurde, der eine weitgehende Harmonisierung der Standards gewährleisten soll. Dieser umfasst unter anderem strenge Qualitätsanforderungen an die Deckungswerte sowie im Insolvenzfall den doppelten Rückgriff auf Deckungsmasse und Bankbilanz. Auch internationale Gesetzgebungen und Emissionsprospekte orientieren sich zunehmend an diesen europäischen Standards. Covered Bonds stehen als Marktsegment zwischen Staats- und Unternehmensanleihen und bieten Investoren ein hohes Maß an Sicherheit. Insgesamt hat sich unsere Einschätzung gegenüber Unternehmensanleihen und Covered Bonds nicht geändert: Trotz der aktuellen Bewertung (Abb. unten rechts) bleiben wir verhalten positiv und setzen weiterhin auf die Vereinnahmung der Risikoprämien. Etwaige Rückschläge könnten Chancen eröffnen, das Engagement auszubauen.

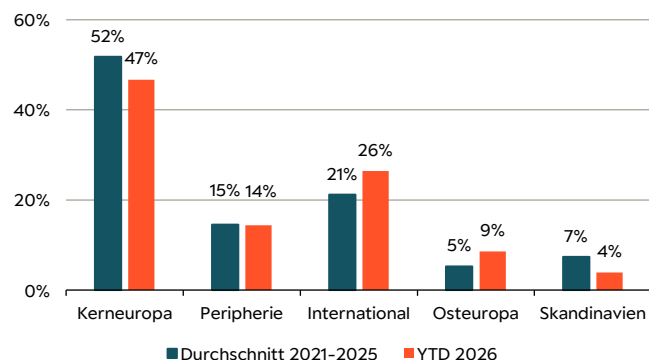
Fazit: Chancen stecken in allen Segmenten

Auch wenn die (Geo-)Politik unverändert für Unruhe sorgt und das Marktumfeld zwischenzeitlich schwankungsanfällig werden dürfte, finden wir in allen von uns betrachteten Anleihe-segmenten mittelfristig Ertragschancen. Unternehmenspapiere und Covered Bonds schätzen wir in Relation zu sicheren Staatsanleihen als interessant ein, da sie gegenüber diesen Renditeaufschläge bieten, die zu vertretbaren bzw. im Falle des Covered-Bond-Sektors minimalen Risiken vereinnahmt werden können. Bei Staatsanleihen mit hoher Bonität bleiben britische Gilts favorisiert. Der Wechselkursaspekt bleibt aus Euro-Anleger-Sicht allerdings zu beachten. Generell gilt: Inflation bleibt essenziell, sie frisst Teile der nominalen Erträge auf.

Martin Mayer, Senior Portfoliomanager Multi Asset
Felix Stern, Senior Portfoliomanager Fixed Income Euro

Regionale Verteilung von Neuemissionen in Covered Bonds

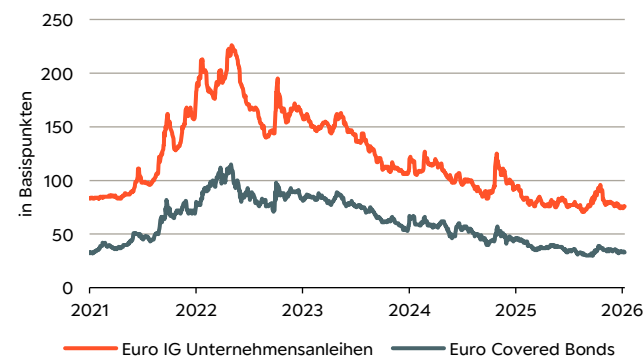
Der Anteil von Covered-Bond-Emittenten aus Osteuropa sowie von außerhalb Europas hat zuletzt zugenommen



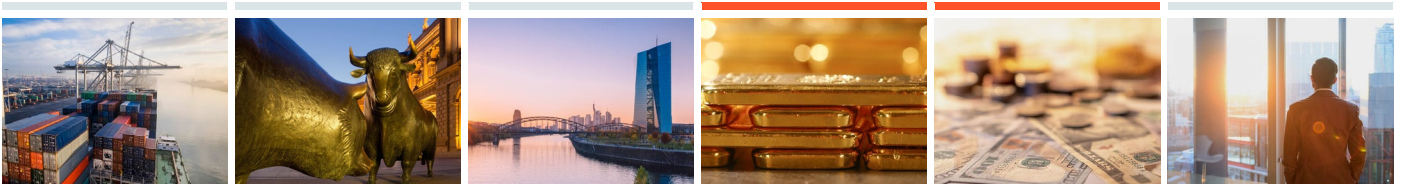
Zeitraum: 01.01.2021 – 31.05.2026
Quelle: ICE, eigene Berechnungen

Unternehmensanleihen und Covered Bonds mit Renditevorteil

Risikoprämien* befinden sich auf niedrigem Niveau, bieten aber weiterhin einen Mehrwert gegenüber Staatsanleihen erster Bonität



Zeitraum: 14.06.2021 – 22.06.2026
Quelle: ICE. *Risikoprämien gegenüber deutschen Staatsanleihen



Rohstoffpreise im Zeichen des Iran-Konfliktes

Angebotsdefizit dürfte Ölpreis auf erhöhtem Niveau halten

Der Ausbruch des Nahostkonfliktes versetzte den globalen Ölmarkt in einen noch nie dagewesenen Angebotsschock. Durch die faktische Schließung der Straße von Hormus fielen rund 20 % des weltweit benötigten Rohöls aus. Wenngleich ein Teil davon über alternative Routen aufgefangen werden konnte, schwinden die globalen Öllagerbestände in rasanter Geschwindigkeit (Abb. rechts). Selbst nach Unterzeichnung des Rahmenvertrages dürfte es aufgrund beschädigter Infrastruktur, Entminung, heruntergefahrener Produktionen und einer Fehlverteilung von Schiffskapazitäten womöglich Monate dauern, bis sich das globale Angebot normalisiert. Gleichzeitig dürfte das Auffüllen der Lagerbestände und SPRs eine inkrementelle Nachfrage erzeugen. Trotz jüngster Schwäche dürfte das anhaltende Angebotsdefizit das allgemeine Preisniveau von Rohöl daher auch die nächsten Monate erhöht halten.

Strukturelle Treiber für Gold trotz fragilen Makroumfelds intakt

Der Goldpreis verzeichnete zu Beginn des Jahres eine deutliche Preisrallye, gab diese im Zuge des Nahostkonfliktes jedoch wieder vollständig ab. Als wesentliche Belastungsfaktoren gelten die im Zuge der gestiegenen Energiepreise erhöhten Leitzinserwartungen und Realzinsen. Zeitgleich verkauften einzelne Zentralbanken Teile ihrer Bestände – hauptsächlich jedoch um einer Abwertung der Landeswährung entgegenzuwirken. Mit dem Rahmenvertrag zwischen den USA und dem Iran sowie einer deutlich bereinigteren Positionierung dürften die jüngsten Belastungsfaktoren für Gold allmählich schwinden und die nach wie vor bestehenden strukturellen Treiber wieder vermehrt in den Vordergrund rücken. Fiskalische Dominanz, finanzielle Repression sowie steigende Haushaltsdefizite sprechen auch weiterhin für reale Anlagen wie Gold.

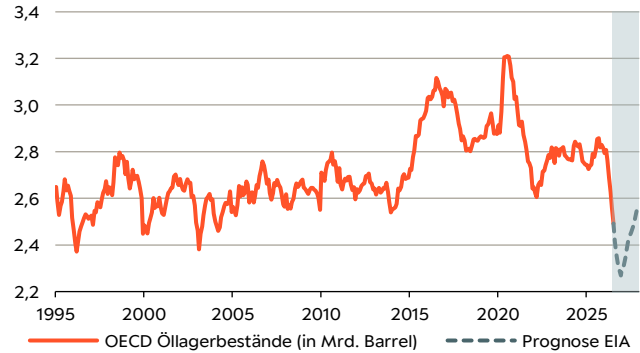
Anhaltende Angebotsknappheit dürfte Metalle weiter stützen

Industriemetalle, allen voran Kupfer und Aluminium, verzeichneten im bisherigen Verlauf des Jahres eine sehr robuste Entwicklung. Haupttreiber waren neben anhaltenden Angebotsengpässen auch erneute Diskussionen rund um die Einführung von Zöllen der Trump-Administration. Zusätzlich stützend wirken derzeit die massiven Investitionen in KI-Infrastruktur sowie die allgemein robuste wirtschaftliche Verfassung. Das vorherrschende Angebotsdefizit wurde bislang durch die faktische Sperrung der Straße von Hormus verschärft, durch welche sonst rund 10 % der globalen Aluminiumproduktion transportiert werden. Wenngleich die aktuelle Positionierung kurzfristig zur Vorsicht mahnt, dürften Industriemetalle auch abseits der aktuellen Ereignisse durch strukturelle Treiber wie KI-Rechenzentren und der grünen Transformation gestützt bleiben.

Mirko Schmidt, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Globale Öllagerbestände dürften nur allmählich befüllt werden

Kommerzielle OECD Öllagerbestände (in Mrd. Barrel) sowie Prognose der Energy Information Administration (EIA) bis Ende 2027

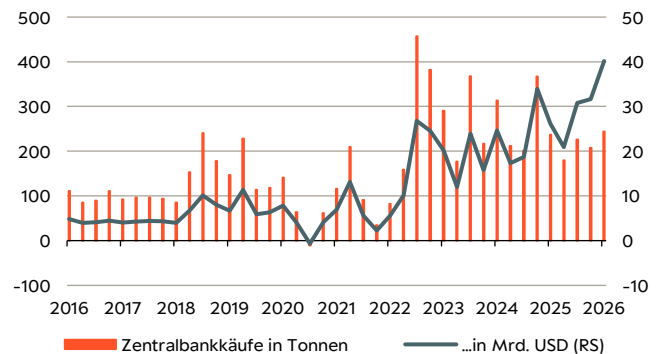


Zeitraum: 01.01.1995–31.12.2027

Quelle: Energy Information Administration (EIA), Bloomberg, eigene Berechnungen

Goldkäufe von Zentralbanken halten auch 2026 unverändert an

Quartärliehe Nettogoldkäufe von globalen Zentralbanken in Tonnen und Milliarden US-Dollar seit 2016

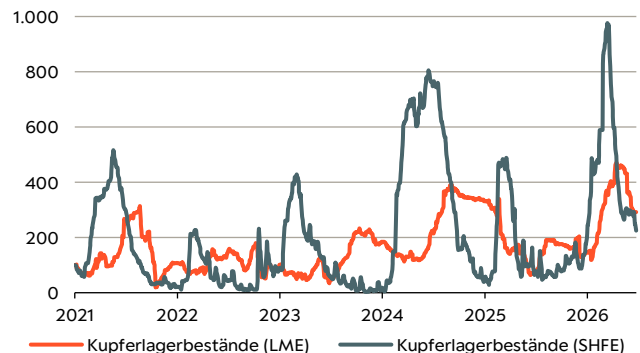


Zeitraum: 01.01.2016–31.03.2026

Quelle: World Gold Council, Bloomberg, eigene Berechnung

Kupferlagerbestände fallen seit Beginn des Krieges deutlich

Kupferlagerbestände an der London Metal Exchange (LME) und Shanghai Futures Exchange (SHFE) indexiert auf 100 am 01.01.2021



Zeitraum: 01.01.2021–22.06.2026

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Starke US-Wirtschaft belastet Euro und Yen

Der Euro verlor gegenüber dem Dollar gleich doppelt

Der EUR/USD blickt auf eine sehr volatile erste Jahreshälfte zurück. Solide Makrodaten innerhalb der Eurozone, kombiniert mit starken Zuflüssen internationaler Investoren in die europäischen Aktien- und Anleihemärkte, führten zu Jahresbeginn zu einer ordentlichen Aufwertung des EUR/USD. So durchbrach die Einheitswährung der Eurozone im Januar die 1,20er-Marke gegenüber dem Dollar – zum ersten Mal seit 2021. Doch nach dem starken Jahresstart holte die Geopolitik den Euro schnell wieder auf den Boden der Tatsachen zurück: Der Krieg im Iran sowie der darauffolgende Energiepreisschock führten zu einem deutlichen Rücksetzer des EUR/USD-Wechselkurses. Dabei hatte der Euro gegenüber dem Greenback gleich doppelt das Nachsehen. So hat sich nach Ausbruch des Irankrieges nicht nur die Konjunktur in der Eurozone spürbar abgekühlt, sondern zeitgleich zog durch den globalen KI-Boom das Momentum der US-Wirtschaft deutlich an. Bis zuletzt tendierten die US-Konjunkturüberraschungen auf dem höchsten Niveau seit 2023 (Abb. oben) – ein klarer Rückenwind für den Dollar gegenüber dem Euro und anderen G10-Währungen.

Auf mittlere Sicht gehen unsere Volkswirte davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum auf beiden Seiten des Atlantiks aber wohl eher wieder etwas angleichen wird – allein schon wegen der einsetzenden Wachstumsimpulse, die von dem hiesigen Fiskalpaket ausgehen. Dies dürfte den EUR/USD zumindest *mittelfristig* etwas stützen, auch wenn sich die Währung ohne klare Trendwende bei den Konjunkturdynamiken *kurzfristig* wohl weiterhin schwertun dürfte.

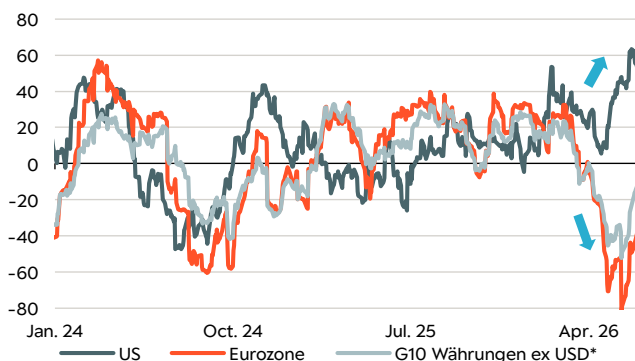
Abwärtspotenzial des Yen dürfte limitiert sein

Der Yen hat sich trotz Interventionen seitens der japanischen Regierung gegenüber Dollar und Euro abgewertet und notiert mittlerweile nahe der jüngsten Tiefststände von 2024. Vor allem das positive Marktumfeld für Risikoanlagen sowie die brummende US-Wirtschaft dürften dabei auf der japanischen Währung lasten. Die Makrolandschaft in Japan spricht eigentlich *für* den Yen. So hat die Bank of Japan (BoJ) jüngst die Leitzinsen auf ihr höchstes Niveau seit mehr als 30 Jahren angehoben. Darüber hinaus dürfte das massive Fiskalpaket der Takaichi-Regierung nicht nur die japanische Konjunktur mittelfristig weiter ankurbeln, sondern auch die Zinsen auf japanische Anleihen für heimische Investoren auf ein relativ attraktives Niveau festsetzen. Diese makroseitigen Rückenwinde dürften in Kombination mit der mittlerweile sehr bearischen Yen-Positionierung spekulativer Investoren eine weitere größere Yen-Abwertung gegenüber Dollar und Euro mittelfristig unterbinden – vor allem, wenn ähnlich wie 2024 die Aktienvolatilität erhöht bleibt.

Fabian Birli, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Der USD wird vom starken Konjunkturmomentum gestützt

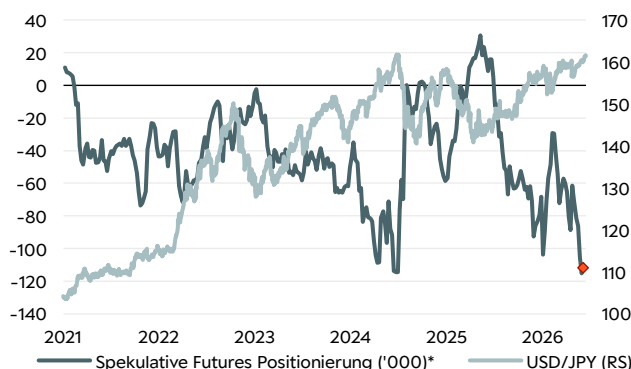
Gegenüberstellung verschiedener Konjunkturüberraschungs-Indizes



* Basierend auf DXY-Gewichtung | Zeitraum: 01.04.2024–22.06.2026. Tägliche Daten. Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung.

Spekulative Yen-Positionierung erreicht Extremniveaus

Netto-Futures-Positionierung in Yen Futures Kontrakten



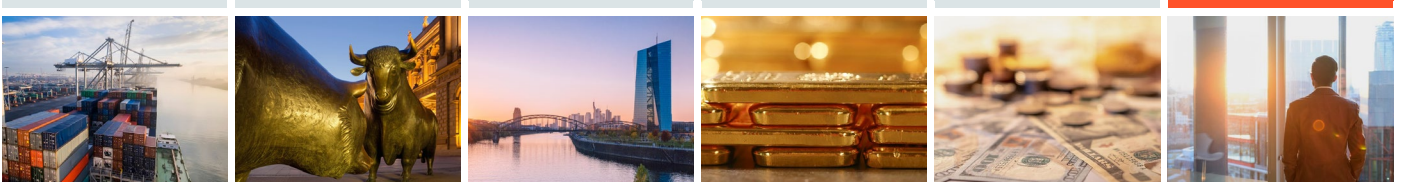
* Basierend auf dem wöchentlichen CoT Report der CFTC | Zeitraum: 01.01.2021–22.06.2026. Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung.

Wechselkursprognosen

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2026 und zur Jahresmitte 2027

	22.06.2026	31.12.2026	30.06.2027		
Wechselkursprognose	Aktuell		\emptyset^*		\emptyset^*
EUR/USD	1,14	1,22	1,18	1,24	1,19
EUR/GBP	0,88	0,89	0,88	0,91	0,88
EUR/CHF	0,93	0,93	0,93	0,93	0,94
EUR/JPY	185	176	184	173	180
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-6,3	-3,1	-7,8	-4,0
GBP	-	-6,2	-2,0	-6,2	-2,0
CHF	-	3,8	-0,6	3,8	-1,7
JPY	-	0,9	0,4	1,5	2,6

* Durchschnitt, Konsens per 22.06.2026 | Quelle: Bloomberg, Berenberg



Interview mit Javier Garcia Laparra

Herr Garcia, als Aktien-Fondsmanager des Berenberg Emerging Asia Focus Fonds liegt Ihr Fokus auf asiatischen Schwellenländern. Sie konnten letztes Jahr die wichtige Marke von 100 Mio. EUR verwaltetes Vermögen knacken. Was waren Ihrer Meinung nach die Gründe dafür?

Ich denke, es waren im Wesentlichen drei Faktoren ausschlaggebend: Erstens unsere starke Performance – wir konnten sowohl unsere Benchmark als auch die meisten Mitbewerber deutlich schlagen. Zweitens hat uns der Aufbau eines überzeugenden Drei-Jahres-Track-Records enorm geholfen, insbesondere in Kombination mit der 5-Sterne-Klassifizierung von Morningstar. Drittens darf man nicht vergessen, dass Asien als Markt in den letzten drei Jahren viele überrascht hat und Regionen wie die USA, Europa oder Japan klar outperformen konnte. Viele Investoren haben erkannt, dass Asien heute nicht mehr nur eine taktische Beimischung ist, sondern zunehmend ein struktureller Wachstumsmarkt. Das kam uns zugute.

Die Region profitiert im Moment enorm von der KI-Euphorie am Markt. Einzelne Leitindizes aus der Region konnten sich über die letzten 12 Monate mehr als verdoppeln. Warum stehen asiatische Schwellenländer so im Zentrum des gegenwärtigen KI-Booms?

Viele unterschätzen, wie zentral Asien für den gesamten KI-Boom eigentlich ist. Über 70 % der globalen KI-Lieferkette befinden sich heute in Asien – von Halbleitern über Packaging bis hin zu Test-Equipment und Server-Infrastruktur. Ohne asiatische Unternehmen würde die gesamte KI-Revolution schlicht nicht funktionieren. Wir sprechen hier nicht über spekulative Start-ups, sondern über hochprofitable Marktführer mit starken Cashflows, technologischen Eintrittsbarrieren und oft überraschend attraktiven Bewertungen. Genau deshalb sehen wir in Asien weiterhin enormes Potenzial. Eine alte Börsenweisheit besagt: Während eines Goldrauschs sollte man nicht nach Gold graben, sondern Schaufeln verkaufen. Genau das sind viele asiatische Tech-Unternehmen.

Als größte Volkswirtschaft Asiens steht China automatisch im Fokus der Anleger. Doch trotz der globalen KI-Rallye scheinen Alibaba und Tencent, die Tech-Giganten der Volksrepublik, zu schwächeln. Wie passt das zusammen und wie schätzen Sie die Lage für chinesische Tech-Unternehmen im Wettbewerb ein?

Wir unterscheiden in China klar zwischen KI-Anwendern und KI-Bereitstellern. Die KI-Anwender sehen wir derzeit eher kritisch. Viele müssen massiv investieren, während ihr Kerngeschäft unter schwachem Konsum und starkem Wettbewerb leidet. Dort sind wir untergewichtet. Deutlich attraktiver finden wir die KI-Bereitsteller – also Unternehmen, die die notwendige Infrastruktur und Technologie für den KI-Boom liefern. Diese Firmen erzielen bereits heute starke Gewinne, verfügen über solide Cashflows und profitieren zusätzlich von großen



staatlichen Investitionen. China verfolgt dabei ein klares strategisches Ziel: langfristig unabhängiger in der KI-Lieferkette zu werden.

Jenseits von Chips, KI und Rechenleistung, welche strukturellen Trends sollten Anleger innerhalb der asiatischen Schwellenländer noch auf dem Radar haben?

Neben KI ist für uns der vielleicht größte strukturelle Trend überhaupt der demografische und soziale Wandel in Asien. Länder wie Indien, Indonesien, die Philippinen und Vietnam verfügen über extrem junge Bevölkerungen – oft sind mehr als 60 % der Menschen unter 35 Jahre alt. Das ist langfristig ein enormer Wachstumstreiber. Viele dieser Volkswirtschaften stehen erst am Anfang eines riesigen Konsumzyklus. Die Verschuldungsgrade privater Haushalte sind im internationalen Vergleich noch gering, gleichzeitig steigen Einkommen, Urbanisierung und Zugang zu Finanzdienstleistungen rasant an. Wir sehen dort aktuell den Aufbau einer komplett neuen Mittelschicht. Menschen eröffnen zum ersten Mal Bankkonten, schließen Versicherungen ab, investieren in Bildung, reisen häufiger, konsumieren digital und geben mehr Geld für Gesundheit und Lifestyle aus. Das schafft enorme Chancen für Unternehmen entlang dieses Konsumtrends. Was viele vergessen: Mit wachsendem Wohlstand verändert sich auch das Konsumverhalten. Es geht nicht mehr nur um Grundbedürfnisse, sondern zunehmend um Lebensqualität, Unterhaltung, Gesundheit und sogenannte „Dopamin-Konsumthemen“ – also Gaming, Social Media, Beauty, Reisen und Premium-Food.



Neben China ist Indien der große Platzhirsch in Asien. Bevölkerungswachstum, steigender Binnenkonsum sowie ein wachsender Kapitalmarkt: Auf dem Papier weist Indien eine klare Wachstumsstory auf. Wieso hinkt der dortige Aktienmarkt seit mehr als einem Jahr dennoch hinterher?

Indien bleibt aus unserer Sicht langfristig eine der attraktivsten Wachstumsstories weltweit. Kurzfristig fehlte dem Markt aber etwas die Dynamik. Ein Grund dafür ist sicherlich, dass Indien bislang deutlich weniger von der globalen KI-Euphorie profitieren konnte als beispielsweise Taiwan oder Korea. Hinzu kam eine kurzfristige zyklische Abschwächung bei Konsum und Investitionen, was sich temporär auf das Gewinnwachstum vieler Unternehmen ausgewirkt hat. Gleichzeitig waren die Bewertungen vieler indischer Aktien schlicht sehr hoch. Der Markt hatte bereits sehr viel Optimismus eingepreist. Als großer Ölimporteur litt Indien zudem unter den geopolitischen Spannungen rund um den Irankonflikt und den höheren Energiepreisen. Langfristig bleiben wir für Indien aber konstruktiv, insbesondere aufgrund der starken Demografie, der zunehmenden Formalisierung der Wirtschaft und der fortschreitenden Digitalisierung im Land.

Die Irankrise lastete, wenn auch teilweise nur kurzfristig, auch auf den Aktienindizes der asiatischen Schwellenländer. Wie stellen Sie sich gegenüber den perspektivisch höheren Rohstoffpreisen auf?

Wir verfolgen geopolitische Entwicklungen und Rohstoffpreise sehr genau und würden bei Bedarf unsere Länder- und Sektorallokation entsprechend anpassen. Grundsätzlich sind wir jedoch klar Bottom-up-getriebene Investoren. Für uns stehen die Fundamentaldaten und die langfristige Wettbewerbsfähigkeit einzelner Unternehmen im Vordergrund. Ein dauerhaft höherer Ölpreis wäre für uns vor allem dann relevant, wenn dadurch ein Geschäftsmodell strukturell unter Druck geraten oder ein Investment Case nicht mehr valide wäre. Kurzfristige Marktbewegungen oder geopolitische Schlagzeilen führen bei uns deshalb nicht automatisch zu großen Portfolioanpassungen. Entscheidend ist für uns immer die Frage, ob sich die langfristigen Gewinnperspektiven eines Unternehmens nachhaltig verändern.

Der asiatische Markt ist in diesem Jahr bislang sehr stark gelaufen. Wieso sollten Investoren weiterhin in Asien investieren?

Trotz der starken Entwicklung in diesem Jahr bleiben asiatische Schwellenländer im historischen Vergleich weiterhin attraktiv bewertet und global strukturell untergewichtet. Gleichzeitig sehen wir eine klare Verbesserung bei Profitabilität und Gewinnwachstum. Eigenkapitalrenditen und Nettomargen steigen nach einer längeren Schwächephase wieder an. Für

uns ist dies ein Zeichen einer strukturellen Neubewertung der gesamten Region. Viele internationale Investoren sind in Emerging Asia noch immer unterinvestiert, obwohl sich die Fundamentaldaten deutlich verbessert haben. Aus unserer Sicht wäre es deshalb riskant, asiatische Schwellenländer heute gar nicht oder nur stark untergewichtet im Portfolio zu haben und damit die bedeutendste Neubewertung der Region in diesem Jahrzehnt zu verpassen.

Kurzvita

Javier Garcia ist seit Oktober 2022 Portfoliomanager bei Berenberg. Er begann seine Investmentkarriere 2002 bei Julius Bär Asset Management (später Swiss & Global Asset Management), wo er ab 2006 Co-Manager des JB Global Emerging Markets Equity Fund wurde und ab 2009 zusätzlich als Lead Fonds Manager des JB Black Sea Funds und des JB Russia Stock Funds tätig war. Von 2013 bis 2022 war er als Senior Portfolio Manager Emerging Markets Equities bei UBS Wealth Management tätig. In dieser Funktion hat er den Bereich Global-Emerging-Markets und Asien-Aktien aufgebaut und gemanagt. Javier Garcia hält einen Bachelor in Business Administration und Economics der Universität Zürich und ist CFA Charterholder.



Impressum

Herausgeber

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research

Autoren

Fabian Biri | Analyst Multi Asset Strategy & Research

Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfoliomanager Multi Asset

Managt defensive Multi-Asset-Vermögensverwaltungsmandate und analysiert die Anleihemärkte, insbesondere für defensive Staatsanleihen

Mirko Schmidt | Analyst Multi Asset Strategy & Research

Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt

Leitet die volkswirtschaftliche Abteilung, analysiert wirtschaftliche und politische Entwicklungen und ist für die Währungs- sowie Zinsprognosen verantwortlich

Felix Stern | Senior Portfoliomanager Fixed Income Euro

Verantwortet die Anlagestrategie für Euro-Anleihen und managt die Fonds Berenberg Euro Target 2028 und Berenberg Euro Bonds

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research

Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktcommunication

Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information 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 beschriebene 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 zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von

Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. 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. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Das in dieser Unterlage verwendete Bildmaterial dient ausschließlich zu illustrativen Zwecken. Es stellt keinen Bezug zu spezifischen Produkten, Dienstleistungen, Personen oder tatsächlichen Situationen her und ist nicht als Grundlage für Entscheidungen oder Handlungen zu verstehen. Datum 26.06.2026

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Überseering 28
22297 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
multiasset@berenberg.de

BERENBERG