



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

März | 2025

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

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 beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die 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. Datum 27.02.2025



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Volatilität dürfte erhöht bleiben	4
02	Volkswirtschaft Trumps Politik bedroht akut die Eurozonenkonjunktur und mittelfristig auch das US-Wachstum	9
03	Aktien Europäische Aktien weiterhin mit Aufwind	14
04	Anleihen Fed bleibt am Inflationspuls	20
05	Rohstoffe Öl bis auf weiteres seitwärts, Gold konsolidiert nun doch, Industriemetalle profitieren (noch) von Zöllen	25
06	Währungen Politik bestimmt den Euro-Dollarkurs	28

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

Rückblick

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

Gesamtrendite der Anlageklassen in den letzten 4 Wochen, seit Jahresanfang und über 5 Jahre (% , EUR)

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (28.01.25 - 25.02.25)	■ YTD (31.12.24 - 25.02.25)	25.02.24	25.02.23	25.02.22	25.02.21	25.02.20
			25.02.25	25.02.24	25.02.23	25.02.22	25.02.21
Gold	4,6	9,4	47,3	9,6	2,4	15,3	-3,2
REITs	2,8	3,6	12,2	-2,8	-11,2	25,5	-17,7
Aktien Emerging Markets	2,4	3,1	15,2	5,8	-9,0	-6,0	19,2
Industriemetalle	2,3	2,8	14,7	-10,7	-8,6	35,6	29,9
Aktien Frontier Markets	2,1	4,2	16,4	9,0	-13,9	18,2	-3,1
EUR Unternehmensanleihen	1,1	0,9	6,1	6,3	-9,4	-4,3	0,4
EUR Staatsanleihen	0,8	0,4	4,0	4,4	-9,6	-2,5	-0,4
Euro-Übernachteinlage	0,2	0,4	3,6	3,6	0,4	-0,6	-0,5
USD/EUR-Wechselkurs	-0,8	-1,5	2,9	-2,5	6,9	8,0	-10,6
Aktien Industrienationen	-1,2	1,5	19,6	22,0	-1,6	19,0	10,1
Globale Wandelanleihen	-2,3	-0,4	14,5	2,9	-6,0	-4,0	34,1
Brent	-4,5	-1,6	5,9	5,9	19,1	72,6	-7,0

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index;

EUR Staatsanleihen: IBOXX Eurozone Sovereign 1-10J TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR;

Globale Wandelanleihen: SPDR Convertible Securities ETF; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR;

Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Euro-Übernachteinlage: ICE BofA Euro Overnight Deposit Rate Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

Quellen: Bloomberg, Berenberg

Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

Zeitraum: 25.02.2020 – 25.02.2025

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen

Volkswirtschaft



- Mehr Wachstum für die Eurozone im Sommer - wenn Trump nicht dazwischenfunkt.
- Die steigende Inflationsrate in Großbritannien bindet der Bank of England die Hände.
- Die US-Konjunktur brummt, aber Trumps Politik birgt Risiken.

Aktien



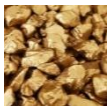
- Europäische Aktien schlagen sich erneut besser als US-Aktien. Allerdings ist bereits viel Positives eingepreist.
- US-Berichtssaison überraschte größtenteils positiv. Europäische Aktien können die Erwartungen bisher ebenfalls schlagen.
- Eine mögliche US-Wirtschaftsabkühlung in Q2 sowie Handelsstreitigkeiten könnten die Volatilität spürbar erhöhen.

Anleihen



- Die hartnäckige Inflation bleibt im Fokus der Fed, während Europa sich über steigende Verteidigungsausgaben sorgt.
- Das Risiko von Bewertungskorrekturen ist sowohl im Hochzins- als auch im IG-Segment zuletzt gestiegen.
- Die Handels- und Zollpolitik des neuen US-Präsidenten Donald Trump sorgt weiterhin für Spannungen in den Schwellenländern.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Ölpreis fällt mit Blick auf Friedensverhandlungen. Nachfrage schwächelt, aber Angebot bleibt preissensitiv.
- Gold konsolidiert nach starker Performance und hoher Positionierung nun doch. Strukturelle Treiber davon unberührt und intakt.
- Industriemetalle profitieren (noch) von möglichen US-Zöllen. Nachlassende Konjunkturdynamik kurzfristig ein Risiko.

Währungen



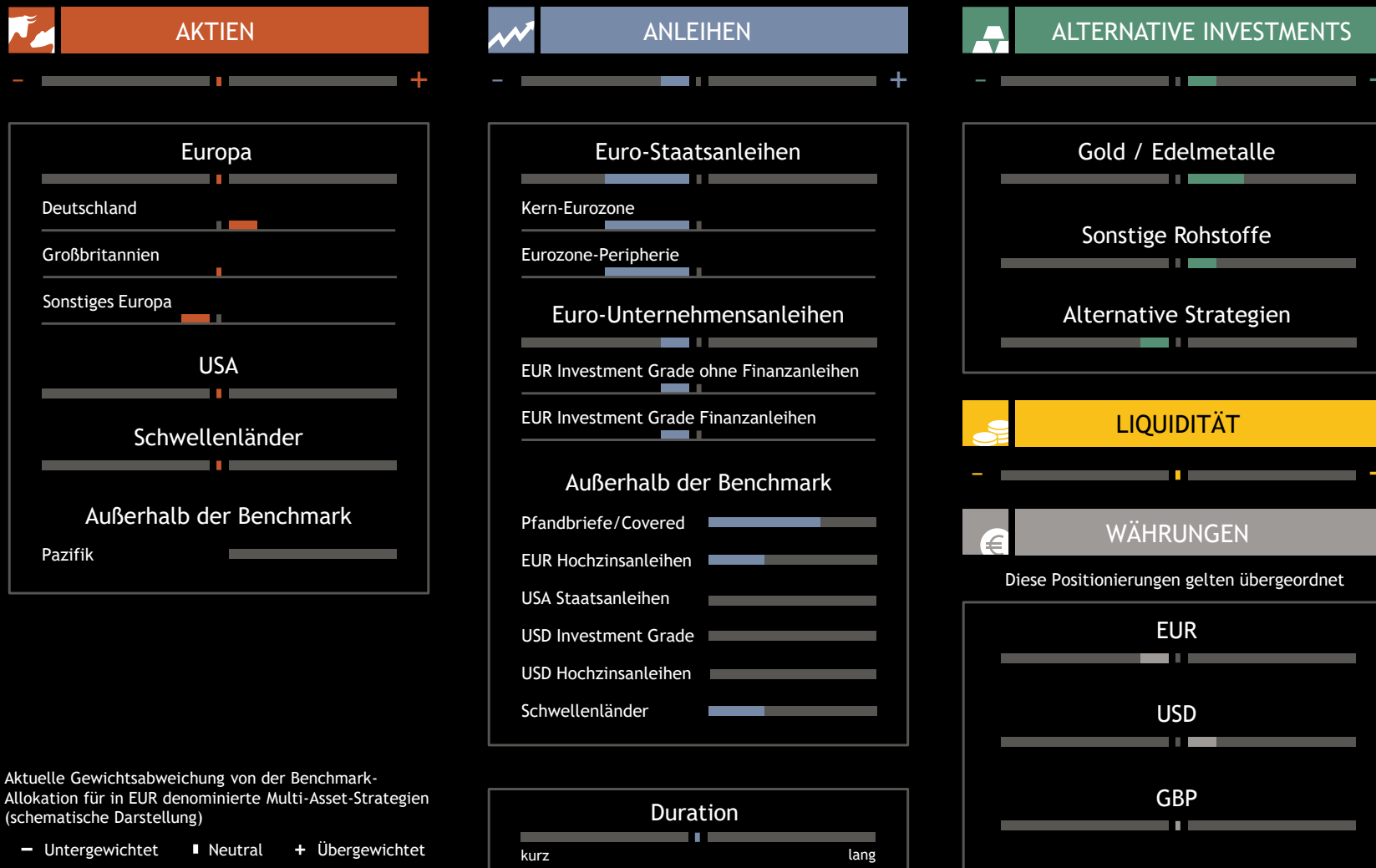
- Insbesondere Donald Trumps Zolldrohungen haben zuletzt die Währungsmärkte bewegt.
- Angesichts der niedrigen Erwartungen für die Eurozone braucht es nicht viel, um dem Euro Rückenwind zu verleihen.
- Der japanische Konjunkturaufschwung stützt den Yen.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

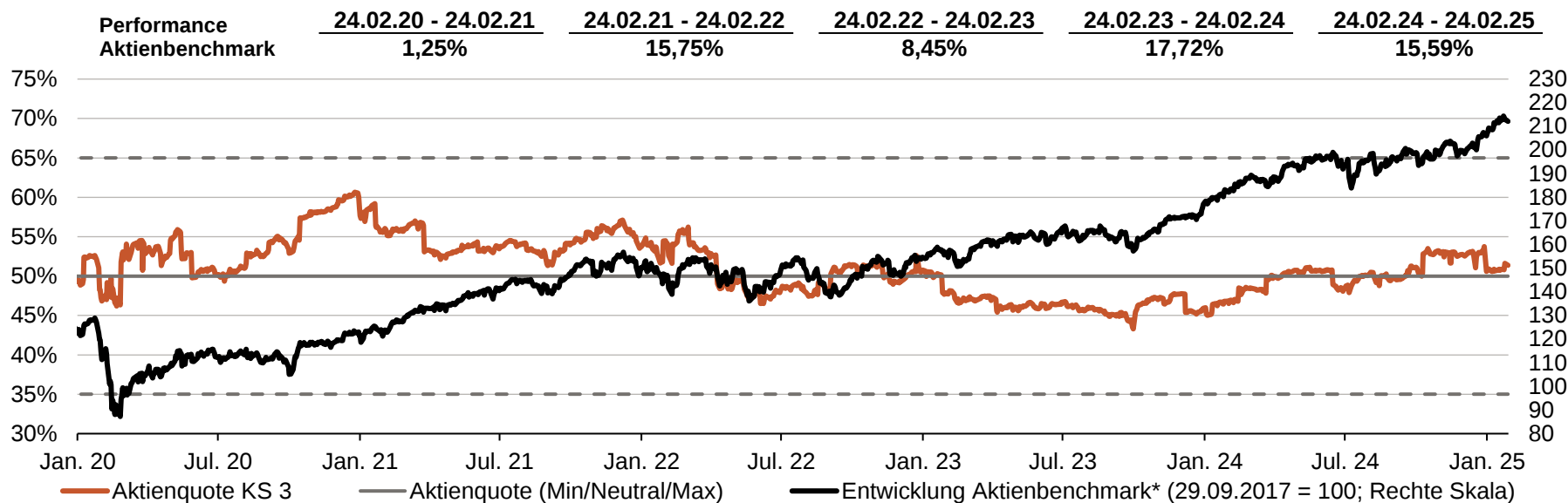
Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage

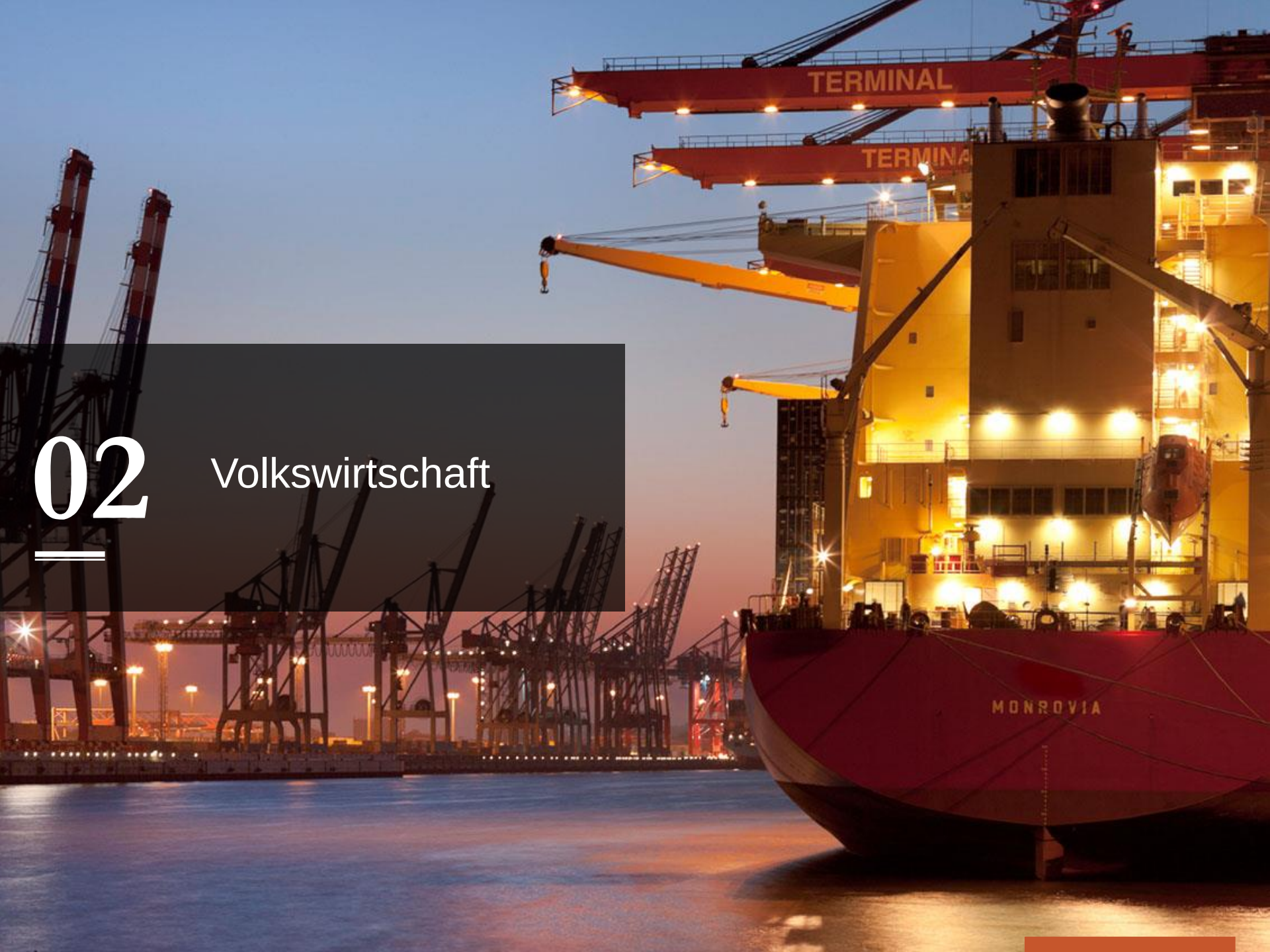


Zeitraum: 24.02.2020 – 24.02.2025

Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *„Aktienbenchmark“ setzte sich bis 30.09.2024 aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Ab dem 01.10.2024 setzt sich die Aktienbenchmark aus 60% STOXX Europe NR Index, 34% S&P 500 NR Index und 6% MSCI EM NR Index zusammen.

Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Aufgrund der neuen Konkurrenz durch DeepSeek sowie der sehr hohen Bewertung und Anlegerpositionierung bei US-Technologiewerten haben wir unser Übergewicht in US-Aktien Ende Januar auf neutral reduziert.
- Wir rechnen weiterhin mit einer erhöhten Volatilität aufgrund der risikofreudigen Positionierung vieler Marktteilnehmer, der Unberechenbarkeit Trumps sowie der erhöhten Wahrscheinlichkeit einer Verlangsamung des US-Wachstums im zweiten Quartal. Auch dies spricht zunächst für eine ausgewogenere Positionierung.
- Nach der starken Performance von Gold haben wir etwas Gewinne mitgenommen, bleiben aber deutlich übergewichtet. Mit den frei gewordenen Mitteln haben wir unsere Untergewichtung in EM-Aktien geschlossen. Das Momentum für EM-Aktien drehte zuletzt ins Positive, auch dank DeepSeek, der (bisher) ausgebliebenen Eskalation im Handelskrieg und der anhaltenden Hoffnung auf ein Stimuluspaket aus China.

A large cargo ship named 'MONROVIA' is docked at a port at night. The ship's hull is dark red, and its superstructure is illuminated with warm yellow lights. Several cranes are visible in the background, some with 'TERMINAL' written on them. The water in the foreground is dark and reflects the lights from the ship and the port.

02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

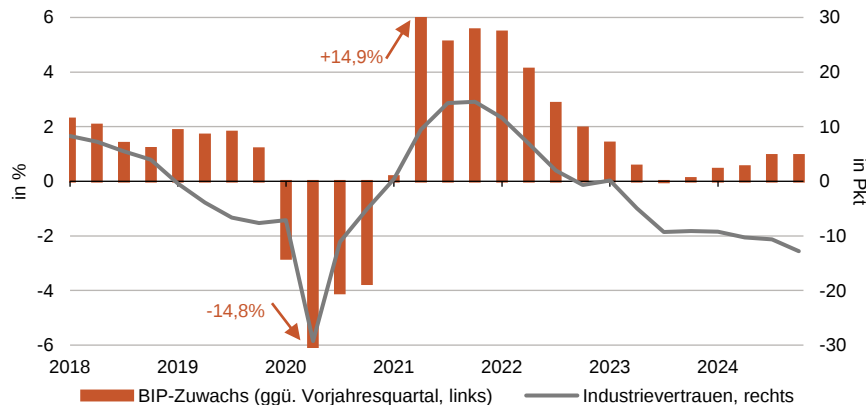


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Mehr Wachstum - wenn Trump nicht dazwischenfunkt

- Wir erwarten, dass die Konjunktur im Euroraum ab dem Sommer an Fahrt gewinnt. Dazu werden die geldpolitische Lockerung der EZB, die zunehmende Kaufkraft der Verbraucher aufgrund steigender Reallöhne, eine robuste US-Wirtschaft und die Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft beitragen.
- Die größte Gefahr für diesen verhalten positiven Ausblick besteht darin, dass Trump einen Handelskrieg anzettelt. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass sich die USA und Russland über die Köpfe der Ukrainer und der EU hinweg auf einen Diktatfrieden einigen, der den Kontinent destabilisieren würde.

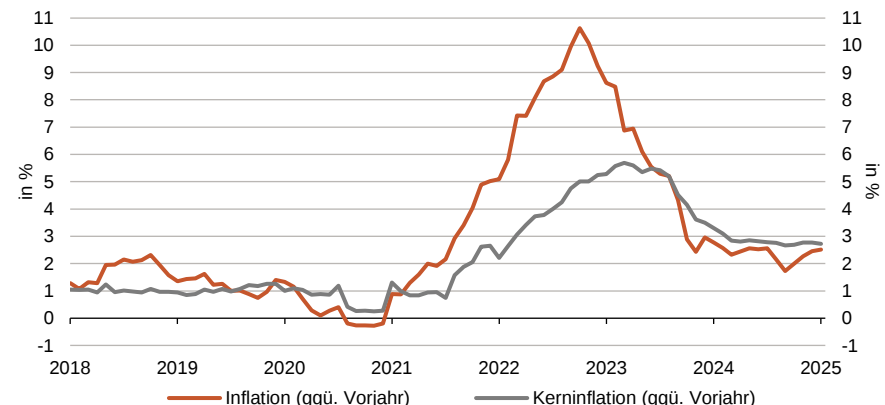
Warten auf den Aufschwung ab dem Sommer



Bis Ende Q2 wahrscheinlich noch 2 EZB-Zinsschritte

- Die im Vorjahresvergleich rückläufige Energiepreise werden dazu beitragen, dass sich die Inflationsraten in den kommenden Monaten der EZB-Zielmarke von 2 % annähern wird. Gleichzeitig bleibt die Konjunktur schwach, so dass die EZB ihre geldpolitische Lockerung fortsetzen wird.
- Am 30. Januar senkten die Frankfurter Währungshüter den Leitzins erneut um 25 Basispunkte. Bis Juni ist mit zwei weiteren Schritten in gleicher Höhe zu rechnen, bevor die Konjunktur im Euroraum wieder etwas an Fahrt gewinnt und die EZB ihre geldpolitische Lockerung voraussichtlich bei einem Einlagensatz von 2,25 % beenden wird.

Inflationsrate wird sich dem Ziel von 2 % annähern



Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

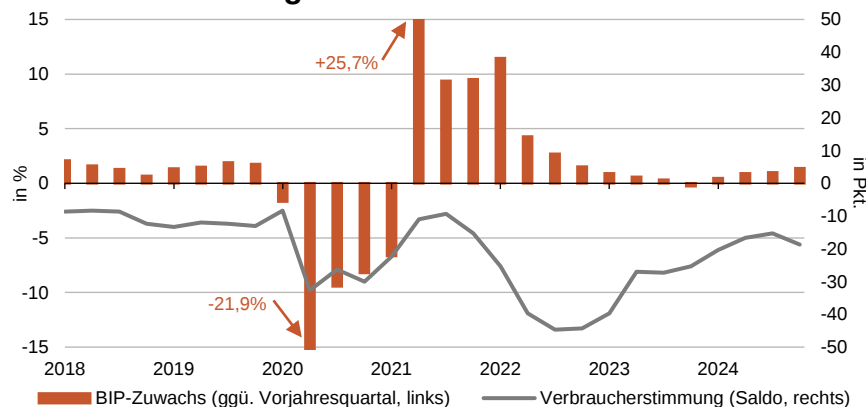


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Mini-Wachstum Ende 2024, mehr Schwung 2025

- Die britische Wirtschaft ist im Schlussquartal 2024 um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen. Positiv machten sich insbesondere die gestiegenen Staatsausgaben bemerkbar.
- Für 2025 erwarten wir, dass die britische Wirtschaft weiter an Fahrt gewinnt. Die britische Regierung hat deutliche Ausgabenerhöhungen angekündigt, und die Verbraucher profitieren weiterhin von einem soliden Arbeitsmarkt und steigenden Löhnen. Zudem werden sich die Zinssenkungen des vergangenen Jahres noch deutlicher in der Realwirtschaft bemerkbar machen. Für 2025 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 1,0 %.

Heimische Nachfrage wirkt stützend.



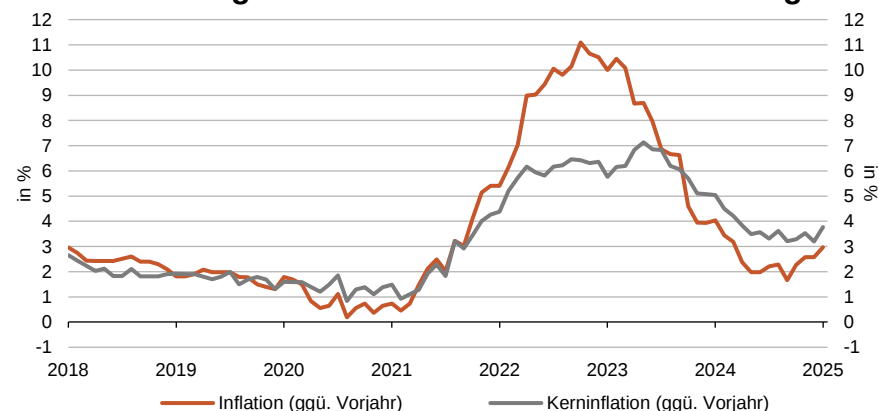
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Inflationsrate wird im Jahresverlauf weiter steigen

- Die Inflationsrate stieg im Januar von 2,5 % auf 3,0 %. Die Teuerung im Dienstleistungssektor lag den fünften Monat in Folge bei rund 5 %. Der weiterhin angespannte Arbeitsmarkt wird den Lohndruck hoch halten, zudem dürften die Energiepreise in den kommenden Monaten im Jahresvergleich wieder steigen. Wir rechnen daher damit, dass sich die Inflationsrate im Jahresverlauf noch weiter steigern wird.
- Wir gehen daher davon aus, dass die Bank of England den Leitzins im Mai nochmals um 25 Basispunkte auf 4,25 % senken wird und danach eine längere Pause einlegt, bevor Anfang 2026 die letzte Zinssenkung auf 4,00 % erfolgt.

Inflation bewegt sich wieder in die falsche Richtung



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

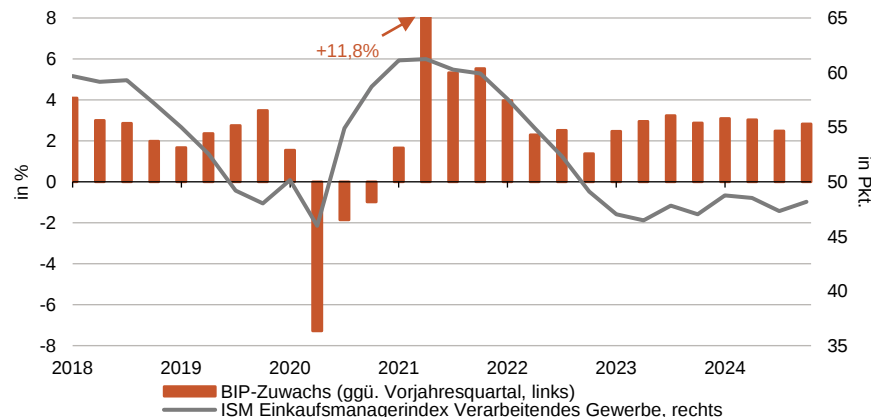
US-Wirtschaft brummt, aber Trumps Politik birgt Risiken

- Die US-Konjunktur verliert kaum an Schwung. Das BIP wuchs im vierten Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 2,3 % gegenüber dem Vorquartal. Während die Wirtschaft vor allem dank des stabilen Konsums weiter brummt, bleibt der Arbeitsmarkt stabil. Die Arbeitslosenquote sank im Januar von 4,1 % auf 4,0 %.
- Trump baut Regulierungen ab und will Steuern senken. Beides ist zunächst gut für die US-Wirtschaft. Höhere Zölle, die Ausweisung von Einwanderern und die Aushöhlung der Institutionen unter Trump werden jedoch den Inflationsdruck erhöhen und das Trendwachstum langfristig schwächen.

Zölle beerdigen weitere Zinssenkungsfantasien

- Die Konjunktur brummt und die Kerninflationsrate bewegt sich seitwärts bei über 3 % und damit deutlich über dem Inflationsziel der Fed von 2 %. Während diese Umstände an sich schon eine weitere Lockerung der Geldpolitik in Frage stellen würden, schwingt Präsident Trump nun im großen Stil die Zollkeule.
- Sollten die umfangreichen Zolldrohungen tatsächlich umgesetzt werden, wäre dies der letzte Sargnagel für weitere Zinssenkungsfantasien. Wir gehen daher davon aus, dass die Fed den Leitzins in diesem Jahr nicht weiter senken und die Leitzinsspanne bei 4,25 % bis 4,5 % belassen wird.

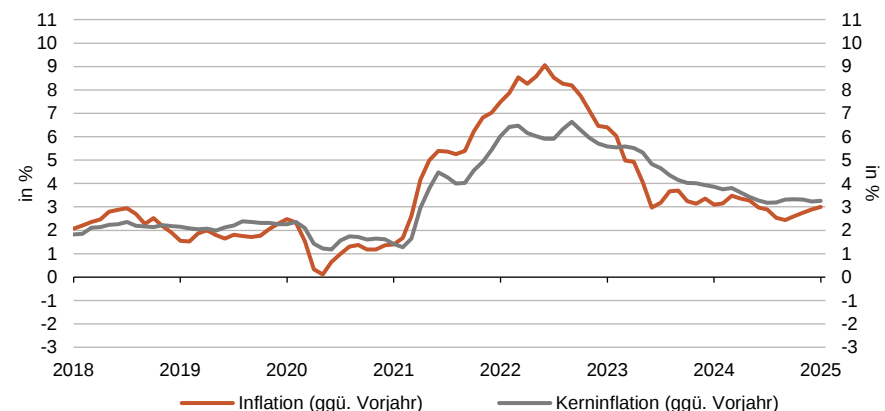
Konsumenten schieben die Konjunktur an



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Zuletzt kein Fortschritt bei der Inflationsbekämpfung



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2024		2025		2026		2024		2025		2026	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA		2,8		2,8		2,0		3,0		3,0		2,6
Eurozone		0,7		1,0		1,2		2,4		2,3		1,9
Deutschland		-0,2		0,1		1,0		2,5		2,2		2,0
Frankreich		1,1		0,5		1,1		2,3		1,9		1,9
Italien		0,5		0,7		0,9		1,1		2,1		1,7
Spanien		3,2		2,5		1,9		2,9		2,9		2,0
Großbritannien		0,9		0,9		1,4		2,5		3,7		2,3
Japan		0,1		1,2		0,9		2,7		2,7		1,9
China		5,0		5,0		4,2		0,2		0,7		1,3
Welt*		2,6		2,8		2,7		-		-		-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.02.2025

* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

** Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



03

Aktien

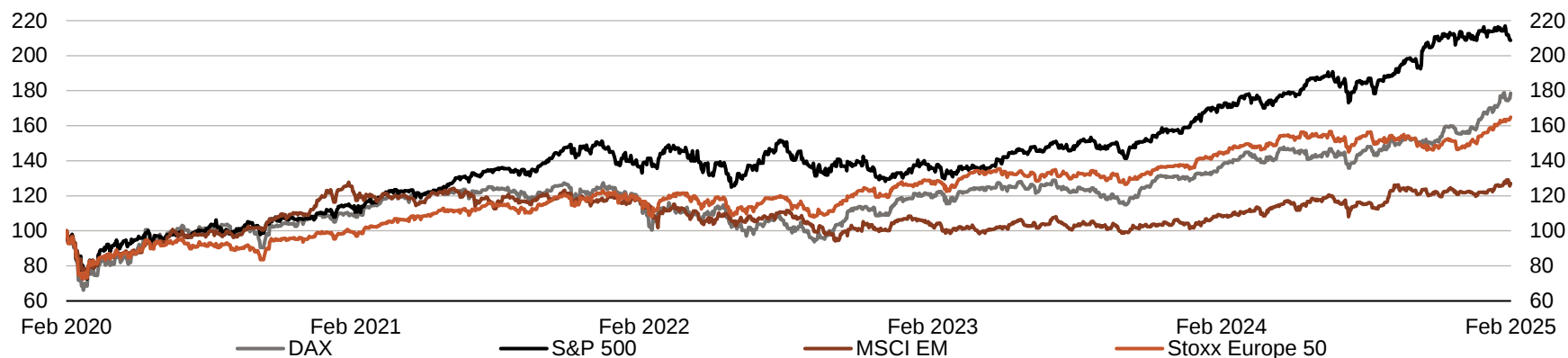
Marktentwicklung

Europäische Aktien dominieren gegenüber US-Aktien

US-Aktien seitwärts, während europäische Aktien erneut outperformen

- Die Aktienmärkte in den USA tendieren nach einem noch positiven Jahresstart zum Monatsende unverändert und gaben in der saisonal schwachen zweiten Februarhälfte die aufgelaufenen Monatsgewinne wieder ab. Insbesondere die „Glorreichen 7“, welche sich vor der Einführung des KI-Modells R1 des chinesischen Start-Up DeepSeek noch im Gleichlauf mit dem breiten Markt entwickelten, haben im Februar ebenso deutlich underperformat wie mittel- und kleinkapitalisierte Unternehmen. Europäische Aktien entwickelten sich hingegen auch im Februar erneut deutlich besser als US-Aktien. Unterstützt wurde dies durch die Hoffnung einer neuen deutschen Regierung, einem möglichen Kriegsende in der Ukraine, dem deutlichen Bewertungsabschlag europäischer Aktien gegenüber der US-Pendants sowie eines schwächeren Euros seit dem zweiten Halbjahr 2024. Das positive Momentum der Gewinnrevisionen relativ zu den USA, tendenziell sinkende Zinsen und eine damit einhergehende Belebung der (zyklischen) Wirtschaftsbereiche wirkte ebenfalls unterstützend.
- Ausblickend laufen die Aktienmärkte jedoch weiter Gefahr eines temporären Rücksetzers. Die Unberechenbarkeit von US-Präsident Donald Trump hinsichtlich Handelszöllen sowie der Friedensverhandlung zwischen Russland und der Ukraine, erste Zeichen einer sich leicht abschwächenden US-Wirtschaft sowie die allgemein hohe Anlegerpositionierung sind nur einige der Risikofaktoren, wenngleich die aktuell laufenden Aktienrückkaufprogramme auch Unterstützung bieten.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 26.02.2020 – 26.02.2025

Unternehmensgewinne

Die Gewinnerwartungen werden größtenteils geschlagen

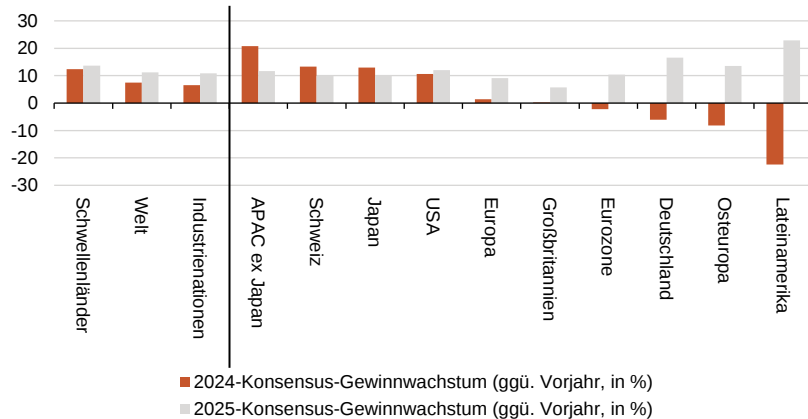


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

US-Berichtsaison überrascht größtenteils positiv

- Zum Monatsende haben über 90 % der Unternehmen des S&P 500 ihre Ergebnisse für das abgelaufene vierte Quartal des vergangenen Jahres offengelegt. Das Gewinnwachstum liegt auf Indexende bei 15,7 % und überrascht somit um rund 6,5 % gegenüber den Schätzungen. Am deutlichsten überraschten dabei zyklische Konsumgüter, Finanzwerte und Kommunikationsdienstleister, welche zugleich die höchsten EPS-Wachstumsraten aufwiesen.
- Trotz der guten Berichtssaison des abgelaufenen Quartals, welche die Erwartungen für das Gewinnwachstum des Jahres 2024 nochmals angeschoben hat, wurden die zu Jahresbeginn noch sehr hohen Schätzungen für das Jahr 2025 leicht auf immer noch starke 13 % gesenkt.

Gewinnwachstum für 2025 durchweg positiv erwartet



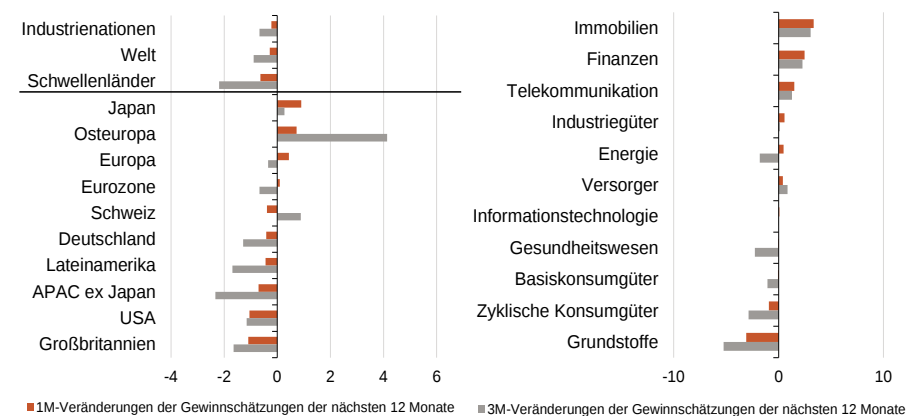
Quelle: Factset, eigene Berechnung

Stand: 26.02.2025

Europäische Unternehmen übertreffen Erwartungen

- Auch die Berichtssaison in Europa ist weiter in vollem Gange und rund 66 % der Unternehmen haben bisher Ergebnisse berichtet. Auch hierzulande konnten bereits einige Unternehmen sowohl die Gewinnerwartungen als auch die Umsatzschätzungen übertreffen.
- Aktien aus dem Bauwesen, aus dem Immobiliensektor, Halbleiter- und Softwarebereich sowie Banken und Pharmatitel konnten die Gewinnschätzungen dabei bisher am deutlichsten schlagen.
- Mit rund 25 % der noch ausstehenden Marktkapitalisierung, die noch berichten müssen, gibt es jedoch auch noch Potenzial für Enttäuschungen.

Gewinnrevisionen jedoch weitestgehend negativ



Quelle: Factset, eigene Berechnungen

Stand: 26.02.2025

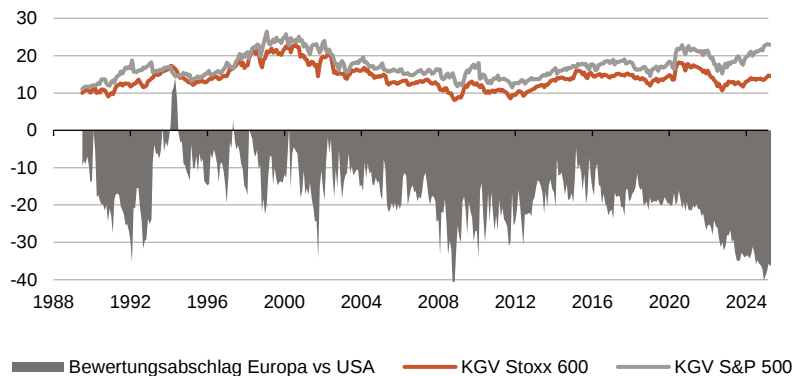
Performance und Bewertung

Europäische Aktien weiterhin mit Aufwind

Europäische Aktien weiterhin attraktiv bewertet

- Die starke Kursbewegung europäischer Aktien seit Jahresanfang ist auch zu Teilen durch eine Bewertungsausweitung zu erklären. Mit einem KGV von 14,4x liegen Aktien aus Europa erstmals seit April 2022 wieder auf ihrem historischen Durchschnitt. US-Aktien konsolidieren derweil bewertungsseitig weiterhin auf hohem Niveau, was wenig Raum für Enttäuschung zulässt.
- Trotz der Bewertungsausweitung europäischer Aktien im Zuge der deutlichen Kursbewegung seit Jahresanfang beläuft sich die Bewertungsdifferenz zwischen Europa und den USA weiterhin nahe ihrer Tiefstände und bietet weiteres Einengungspotential. Andererseits wurde kurzfristig bereits viel Positives in die Aktienkurse eingepreist.

Starke Bewertungsdifferenz zwischen USA und Europa



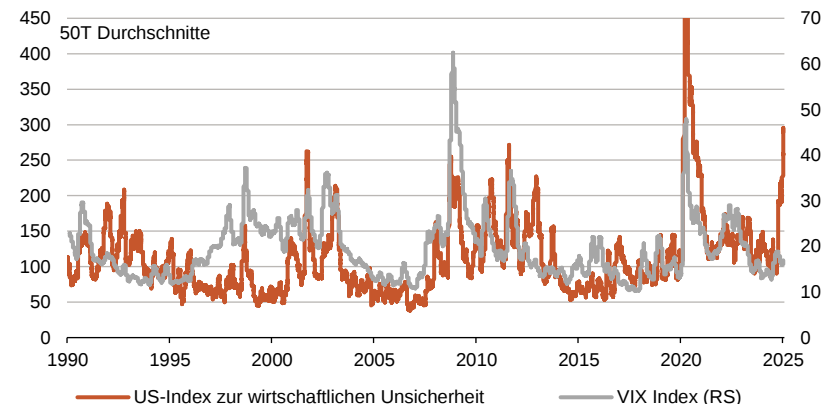
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 26.02.2025

USA in einem fragilen Umfeld

- Die verhaltene Kursentwicklung amerikanischer Aktien ist nicht nur auf die weiterhin bestehende Unsicherheit über Trumps (Außen-) Politik zurückzuführen. Auch die Wirtschaftsdaten aus den USA überraschten im Aggregat zuletzt nach unten und erhöhen damit das Risiko einer wirtschaftlichen Abschwächung im zweiten Quartal. Zusammen mit hohen Bewertungen, den optimistischen Gewinnerwartungen und der hohen Positionierung bildet sich ein fragiles Umfeld für US-Aktien.
- Nach der Neutralisierung unserer regionalen Aktienquote fühlen wir uns angesichts diverser Risikoereignisse (Bewertung, Trump, Wirtschaftsabschwächung) mit unserer aktuellen Positionierung wohl.

Volatilität könnte durch wachsende Unsicherheit steigen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

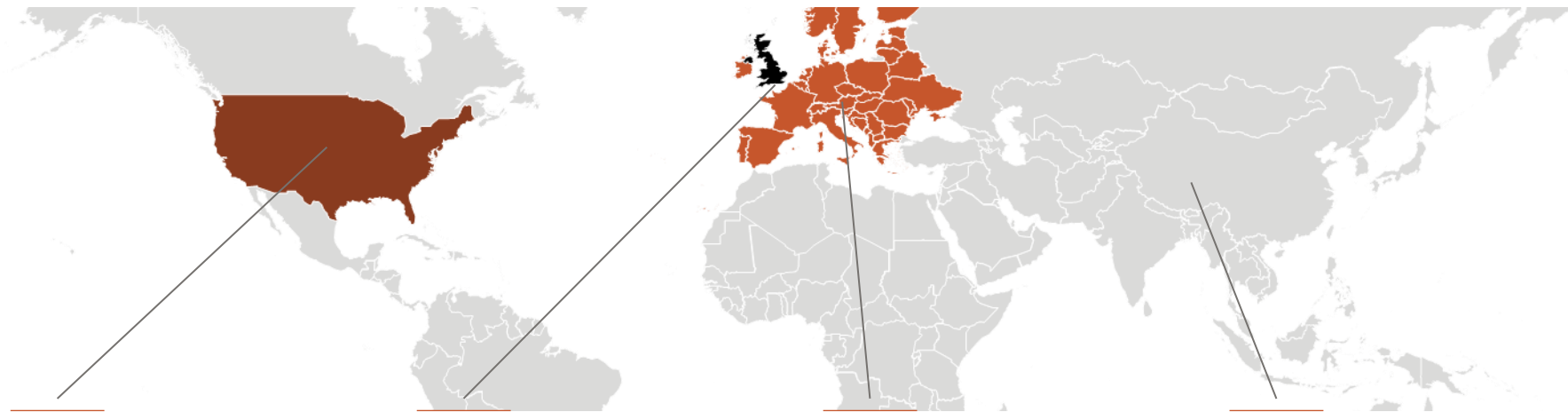
Zeitraum: 01.01.1990 – 26.02.2025

Aktien Allokation

Antizyklisches Handeln präferiert



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Neutral

- Die starke Gewichtung der US-Mega Caps und die weiterhin hohe Bewertung der US-Aktien machen die Region im Vergleich zu günstigeren Regionen wie Europa oder den Schwellenländern weniger attraktiv. Zudem überraschten die jüngsten Wirtschaftsdaten zuletzt leicht negativ.

Großbritannien

Neutral

- Auf Indexebene bieten britische Aktien einen Mix aus eher defensiven sowie rohstoffreichen Aktien, was sich in einem Umfeld von hoher Inflation und geopolitischen Risiken auszahlen sollte.

Europa ex. UK

Neutral

- Europäische Unternehmen weisen trotz der guten Entwicklung seit Jahresanfang keine hohe Bewertung auf. Sollte sich die Konjunktur spürbar erholen, besteht weiteres Aufholpotenzial. Die Trump-Politik bleibt jedoch ein Risiko.

Schwellenländer

Neutral

- Angeichts des positiven Momentums, bedingt durch DeepSeek und der bisher ausgebliebenen Eskalation im Handelskrieg, gepaart mit einem schwächeren US-Dollar sowie fallenden US-Renditen sehen wir Schwellenländeraktien unterstützt. Entsprechend haben wir unser Untergewicht neutralisiert.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	25.02.2025	30.06.2025	31.12.2025	in 12 Monaten
S&P 500	5.955	6.200	6.500	6.870
DAX	22.410	21.000	22.000	24.674
Euro Stoxx 50	5.448	5.100	5.300	5.934
MSCI Großbritannien	2.475	2.450	2.600	2.817
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	4,1	9,1	15,4
DAX	-	-6,3	-1,8	10,1
Euro Stoxx 50	-	-6,4	-2,7	8,9
MSCI Großbritannien	-	-1,0	5,1	13,8

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.02.2025

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04

Anleihen



Staatsanleihen

Fed bleibt am Inflationspuls

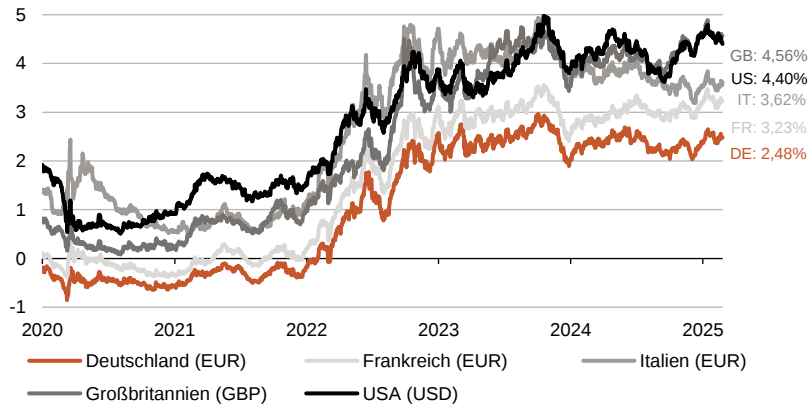


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Hartnäckige Inflation bleibt im Fokus der Fed

- Der weiterhin stabile US-Arbeitsmarkt und die überraschend hohe Verbraucher- und Erzeugerpreisinflation in den USA im Januar veranlassten Fed-Chef Jerome Powell bei seiner Anhörung vor dem Kongress im Februar zu der Aussage, dass der Kampf der Fed gegen die Inflation noch nicht vorbei sei.
- Während US-Präsident Donald Trump die Fed wiederholt für das hohe Zinsniveau kritisiert hat, birgt seine wirtschafts- und handelspolitische Neuausrichtung erhöhte Inflationsrisiken für die USA, die sich bereits in den gestiegenen Inflationserwartungen widerspiegeln. Die langfristigen Inflationserwartungen erreichten im Februar sogar den höchsten Stand seit 1995.

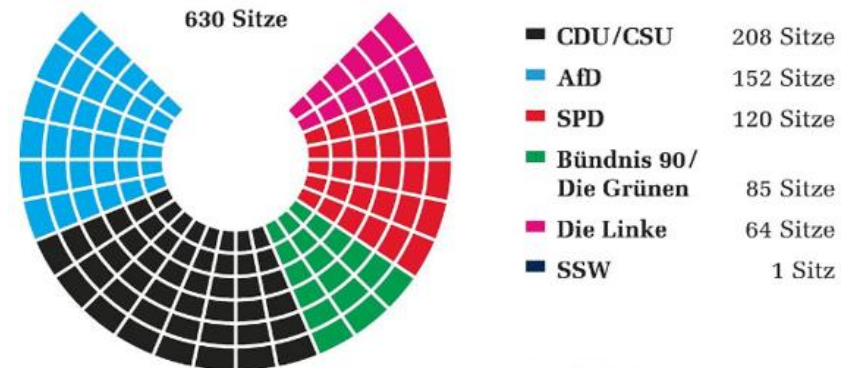
10-jährige Renditen (%) zuletzt volatil



Europa sorgt sich um Verteidigungsausgaben

- Wie in den Umfragen erwartet hat die CDU/CSU mit Friedrich Merz an der Spitze die Bundestagswahl am 23. Februar gewonnen.
- Die Parteien der Mitte scheiterten jedoch an einer Zweidrittelmehrheit im Bundestag, was eine mögliche Reform der Schuldenbremse und damit dringend notwendige Investitionen in die marode Verkehrs- und Infrastruktur sowie einen deutlich höheren Verteidigungsetat erheblich erschwert. Unterdessen hat Frankreichs Präsident Macron angedeutet, dass ein möglicher Handelskrieg mit den USA die EU-Verteidigungsausgaben belasten könnte.

Zweidrittelmehrheit der Mitte im neuen Bundestag verfehlt



Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Trump hält Europa und Schwellenländer weiter in Atem

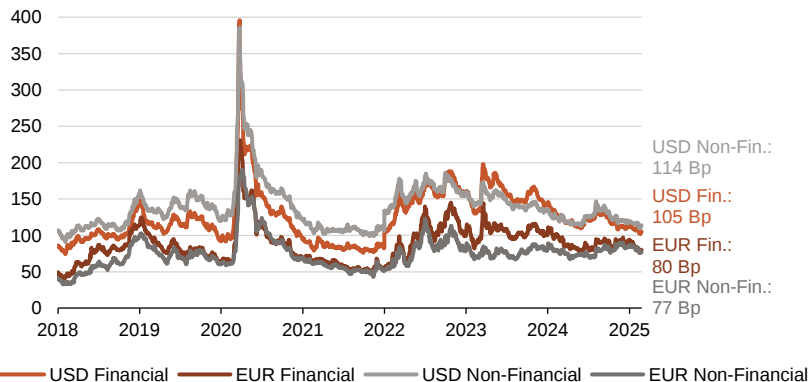


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen: Trump und Ukraine im Fokus

- Die Risikoaufschläge von IG- sowie Hochzinsunternehmensanleihen blieben im Februar stabil. Im Gegensatz zu den Drohungen des neuen US-Präsidenten, Zölle auf europäische Waren zu erheben und damit das Risiko eines potenziellen Handelskriegs, stellen die möglichen Friedensgespräche zwischen Russland und der Ukraine ein positives Szenario für die europäische Wirtschaft und Unternehmen dar.
- Das Hochzins- als auch das IG-Segment werden von soliden Bilanzen und Mittelzuflüssen unterstützt, während die Neuemissionen vom Markt gut aufgenommen werden. Das Renditeniveau von Unternehmensanleihen bleibt interessant. Aufgrund der historisch niedrigen Spreads ist das Risiko von Bewertungskorrekturen in letzter Zeit jedoch gestiegen.

Unternehmensanleihen: Spreads zuletzt stabil



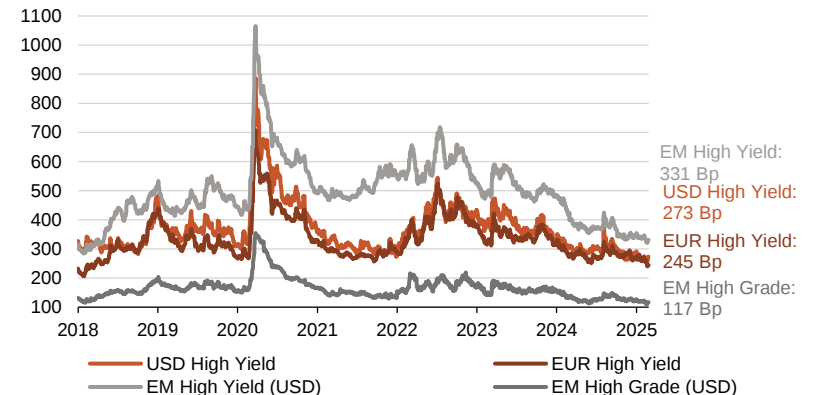
Quelle: FactSet, eigene Berechnungen.

Zeitraum: 01.01.2018–24.02.2025

Schwellenländeranleihen: Am Puls der Handelskriege

- Die Handels- und Zollpolitik des neuen US-Präsidenten Donald Trump sorgt weiterhin für Spannungen in den Schwellenländern. Zwar haben sich die USA und Mexiko darauf geeinigt, die Einführung von Zöllen aufzuschieben, doch laut Trump sind diese im März „on time“. Der Ausbruch potenzieller Handelskriege bleibt daher ein erhebliches Risiko für die Schwellenländer.
- Die weiterhin stabile US-Wirtschaft sowie die angekündigten geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in China schaffen jedoch ein positives makroökonomisches Umfeld für EM-Anleihen. Die robusten Fundamentaldaten und die überschaubaren Verschuldungsquoten dürften einem Aufwärtstrend der EM-Risikoprämien entgegenwirken.

Schwellenländer: Risikoaufschläge zuletzt volatil



Quelle: FactSet, eigene Berechnungen.

Zeitraum: 01.01.2018– 24.02.2025

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Da die Schwankungsbreite der Makrodaten weiterhin erhöht ist, dürfte die Zinsvolatilität bei sicheren Staatsanleihen ebenfalls erhöht bleiben. Die Zinsstruktur ist zwar nicht mehr invertiert aber immer noch recht flach. Selbst bei weiteren Zinssenkungen durch die Zentralbanken dürften Renditen längerer Laufzeiten kaum sinken.
- Besicherte Pfandbriefe weisen ein ähnliches Kreditrisikoprofil auf, bieten aber eine höhere Rendite. Dieses Risiko-Ertragsprofil erscheint uns im Vergleich zu Staatsanleihen attraktiver, wenngleich die relative Attraktivität aufgrund engerer Swap Spreads abgenommen hat.



Unternehmensanleihen Neutral

- Aufgrund der niedrigen Risikoaufschläge ist das Risiko von Bewertungskorrekturen sowohl im Hochzins- als auch im IG-Segment in letzter Zeit gestiegen. In unserem Basisszenario sollten sich die Spreads aber kaum ausweiten, so dass Unternehmensanleihen hoher Qualität attraktiver bleiben als Staatsanleihen. Bei der Sektorauswahl konzentrieren wir uns auf defensive Industrien und meiden zyklische. Im Bereich der Hochzinsanleihen sehen wir derzeit noch selektiv Opportunitäten.



Weitere Segmente



Schwellenländeranleihen Übergewichten

- Anleihen in Lokalwährung bleiben aufgrund hoher Realrenditen, solider Fundamentaldaten in Verbindung mit einem anhaltenden Disinflationstrend in den Schwellenländern und der Dollarschwäche weiterhin attraktiv und bieten ein gutes Risiko-Ertrags-Verhältnis.
- Bei Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern präferieren wir Staatsanleihen gegenüber IG-Unternehmensanleihen aufgrund höherer Renditen, längerer Duration sowie höherer Mittelzuflüssen.



Hochzinsanleihen Übergewichten

- Das Hochzinsanleihen-Segment bleibt weiterhin für viele Investoren aufgrund der positiven Konjunkturaussichten durch die EZB-Zinssenkungen und des hohen Carry attraktiv. Die Risikoaufschläge sind zwar historisch niedrig, aber die durchschnittliche Qualität der Unternehmen im Segment ist auch besser als früher.
- Katastrophenanleihen sowie Hochzinsanleihefonds mit defensiverem Profil erachten wir weiter als attraktiv.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte

	25.02.2025	30.06.2025		31.12.2025	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,25-4,50	4,25-4,50	4,35	4,25-4,50	4,10
10J US-Rendite	4,30	4,70	4,44	4,90	4,38
Eurozone					
Leitzins**	2,75	2,25	2,25	2,25	2,05
10J Bund-Rendite	2,46	2,30	2,34	2,50	2,35
Großbritannien					
Leitzins	4,50	4,25	4,20	4,25	3,80
10J Gilts-Rendite	4,51	4,60	4,36	4,70	4,18

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.02.2025

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

**Einlagensatz



05

Rohstoffe

Rohöl

Öl bis auf weiteres seitwärts

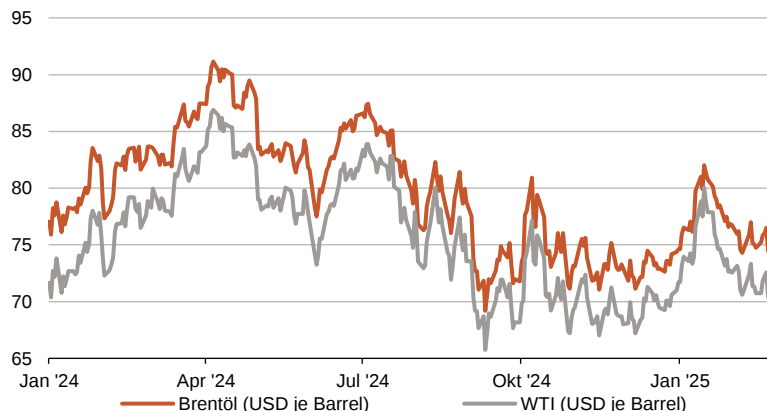


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Reichliches, aber preissensitives Angebot trifft auf schwächelnde Nachfrage

- Ganz nach dem Geschmack von Donald Trump ist der Ölpreis im Februar weiter gefallen. Die US-Ölsorte WTI notierte erstmals in diesem Jahr unter der Marke von 70 US-Dollar pro Barrel. Die Friedensverhandlungen zwischen der Ukraine und Russland und die damit verbundene Hoffnung auf mehr billige Energie aus dem Osten dürften dazu beigetragen haben. Es gibt aber auch einige fundamentale Gründe für einen schwächeren Ölpreis. In den USA scheint das konjunkturelle Momentum zu drehen und die Nachfrage aus China enttäuscht weiterhin. So fielen die chinesischen Ölimporte im Januar im Jahresvergleich um fast 25 %. Gleichzeitig scheint es innerhalb der OPEC+ noch keinen Konsens zu geben, ob die bestehenden Produktionskürzungen über April hinaus verlängert werden sollen.
- Vor diesem Hintergrund dürfte das Aufwärtspotenzial für Öl klar limitiert bleiben. Gleichzeitig sind auch die Abwärtsrisiken mittlerweile begrenzt. Zum einen schränken schon jetzt nicht die Sanktionen, sondern vielmehr die Förderquoten der OPEC+ die russische Ölproduktion ein. Zum anderen dürfte bei fallenden Preisen die Wahrscheinlichkeit steigen, dass die Kürzungen des Kartells verlängert werden. Zudem hat sich US-Finanzminister Bessent dafür ausgesprochen, die iranischen Exporte durch Sanktionen um mehr als 90 % zu reduzieren. Eine Fortsetzung der Seitwärtsbewegung des letzten Jahres erscheint daher wahrscheinlich, wenngleich der Korridor (ehemals 70-90 USD/Barrel) nun etwas niedriger ausfallen dürfte.

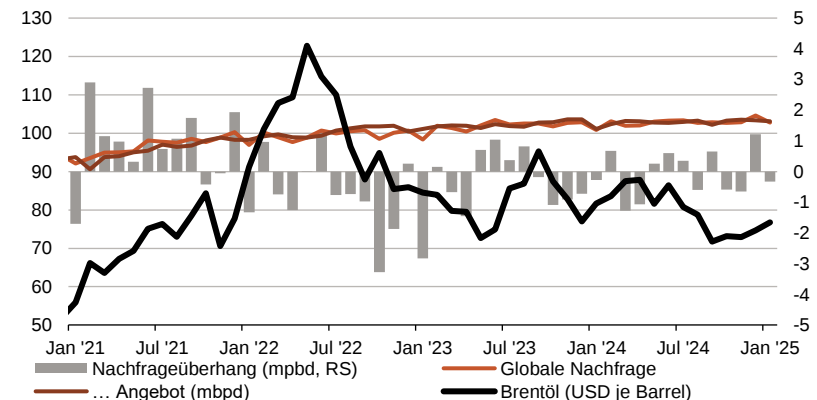
Rohöl weiter im volatilen Seitwärtstrend



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2024 – 25.02.2025

Angebot und Nachfrage aktuell im Gleichgewicht



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2021 – 31.01.2025

Edel- und Industriemetalle

Gold mit Pause, Industriemetalle profitieren von Zöllen

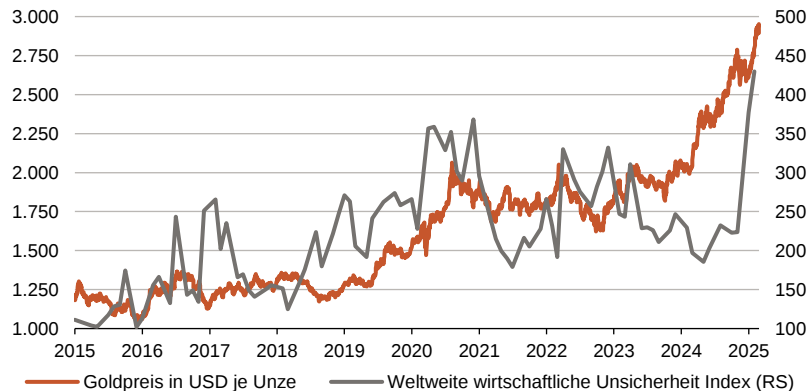


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold mit Verschnaufpause, aber Treiber voll intakt

- Gold legte auch im Februar kräftig hinzu und markierte ein Allzeithoch nach dem nächsten. Neben dem schwächeren US-Dollar und den gefallen Realzinsen befeuerte insbesondere auch die mit dem Amtsantritt von Donald Trump gestiegene globale wirtschaftliche Unsicherheit den Goldpreis.
- Dass die Bäume aber auch bei Gold nicht in den Himmel wachsen, zeigte die jüngste Konsolidierung trotz weiter gefallener Zinsen und gesunkenem Konsumentenvertrauen. Wir hatten wegen der hohen spekulativen Positionierung und der starken Performance Gold zuvor leicht reduziert, bleiben aber deutlich übergewichtet, denn die langfristigen Treiber (steigende Staatsschulden, (geo)politische Unsicherheit, Zentralbankkäufe, Inflation(svolatilität)) bleiben weiter intakt.

Wirtschaftliche Unsicherheit treibt Goldpreis



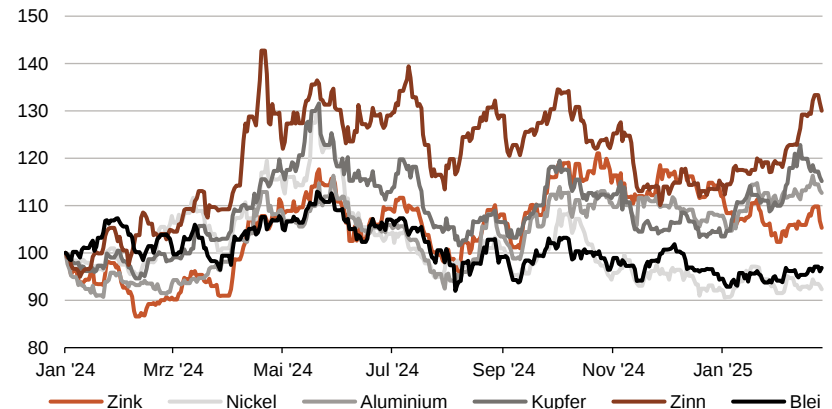
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2015–25.02.2025

Industriemetalle kurzfristiger Profiteur von Zöllen

- Industriemetalle trotzten im Februar der nachlassenden Dynamik der US-Wirtschaft und der scharfen Rhetorik von Donald Trump. Metalle wie Kupfer und Aluminium profitierten sogar von den Nachrichten über mögliche Zölle, da US-Verbraucher versuchen vor Inkrafttreten möglichst viel Metall in die USA zu importieren. LME-Kupfer legte im Februar in der Spitze über 6% zu, COMEX-Kupfer sogar fast 12%.
- Kurzfristig könnten die Zölle die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe belasten und damit für Gegenwind bei den Metallpreisen sorgen. Das Angebot bleibt allerdings knapp und die strukturellen Nachfragetreiber sind weiter intakt.

Industriemetalle profitieren von Zöllen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2024–25.02.2025



06

Währungen

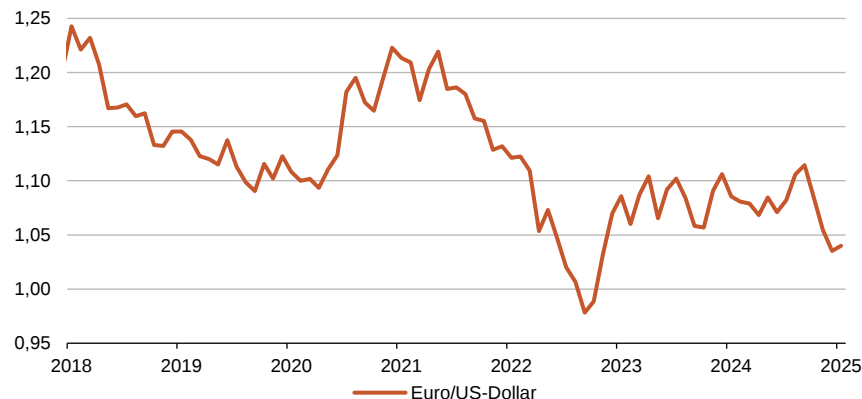
Marktentwicklung

Geld & Währung

Fallende US-Zinsen belasten den USD

- Negative US-Konjunkturüberraschungen sowie Äußerungen von Donald Trump, dass er die Zinsen als zu hoch einschätzt, haben zuletzt zu fallenden US-Zinsen und einem schwächeren US-Dollar geführt.
- Angesichts der niedrigen Erwartungen für die Eurozone bräuchte es nicht viel, um positiv zu überraschen und dem Euro Rückenwind zu verleihen. Kleine Pflänzchen der Zuversicht gibt es bereits. In Frankreich wurde nach zähem Ringen ein Haushalt verabschiedet und die Wahlen in Deutschland wecken Reformhoffnungen. Zudem dürfte die Konjunktur in der Eurozone bis zum Sommer etwas an Schwung gewinnen, was dem Euro noch mehr Auftrieb geben könnte.

Es braucht nicht viel, um den Euro weiter zu beleben



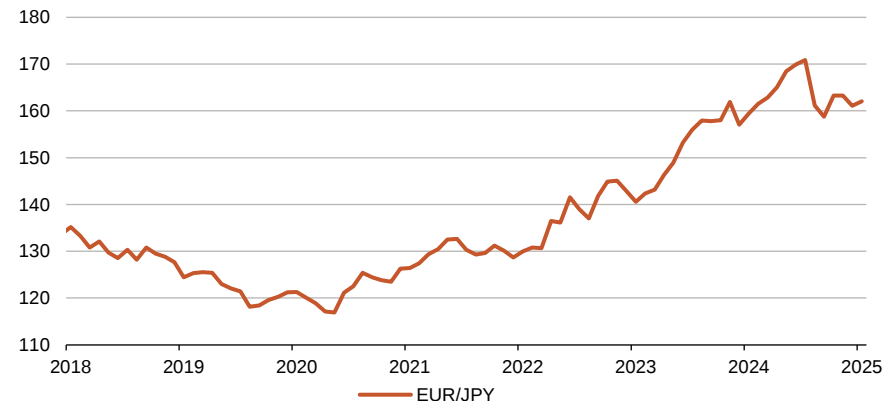
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

Japanischer Konjunkturaufschwung stützt den Yen

- Die japanische Wirtschaft ist im Schlussquartal 2024 mit 0,7 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen und hat damit die Erwartungen übertroffen. Die Kerninflationsrate stieg derweil im Januar auf 3,2 % und damit auf den höchsten Stand seit 19 Monaten.
- Die solide konjunkturelle Entwicklung und die weiter steigende Inflation bereiten den Boden für die Bank of Japan (BOJ), um ihren Zinserhöhungszyklus weiter fortzusetzen. Die abnehmende Zinsdifferenz zur EZB und Fed dürfte dem Yen bis 2025 weiteren Rückenwind verleihen. Für Ende 2025 erwarten wir einen Euro/Yen-Kurs von 151.

Abnehmender Zinsunterschied wird den Yen stützen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

	25.02.2025	30.06.2025		31.12.2025	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,05	1,06	1,03	1,08	1,05
EUR/GBP	0,83	0,85	0,83	0,86	0,82
EUR/CHF	0,94	0,94	0,94	0,95	0,94
EUR/JPY	157	154	156	151	156
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-0,8	2,1	-2,6	0,1
GBP	-	-2,3	0,0	-3,5	1,2
CHF	-	-0,1	-0,1	-1,2	-0,1
JPY	-	1,7	0,4	3,8	0,4

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.02.2025

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

A row of brown leather chairs with white cushions in a blurred background.

Impressum





BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Impressum



Berenberg

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg

Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900

Herausgeber

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA

Chefstrategie Wealth and Asset Management

Autoren

Ulrich Urbahn, CFA

Leiter Multi Asset Strategy & Research

Ludwig Kemper, CFA

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Philina Kuhzarani

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Konstantin Ignatov

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Mirko Schmidt

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Felix Schmidt

Leitender Volkswirt

Kontakt

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de