BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

April | 2025

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 27.03.2025

Inhaltsverzeichnis

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Abverkauf von US-Aktien zur Aufstockung genutzt	4
02	Volkswirtschaft Trumps Zollpolitik gefährdet den Aufschwung in der Eurozone und mittelfristig auch die US-Wirtschaft	9
03	Aktien Make Europe great again	14
04	Anleihen Sicherheit kann sich wieder lohnen	20
05	Rohstoffe Öl bis auf weiteres seitwärts, (Edel-)Metallmärkte mit strukturellem Rückenwind	25
06	Währungen Europa und der Euro lösen sich aus der Schockstarre	28

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

01

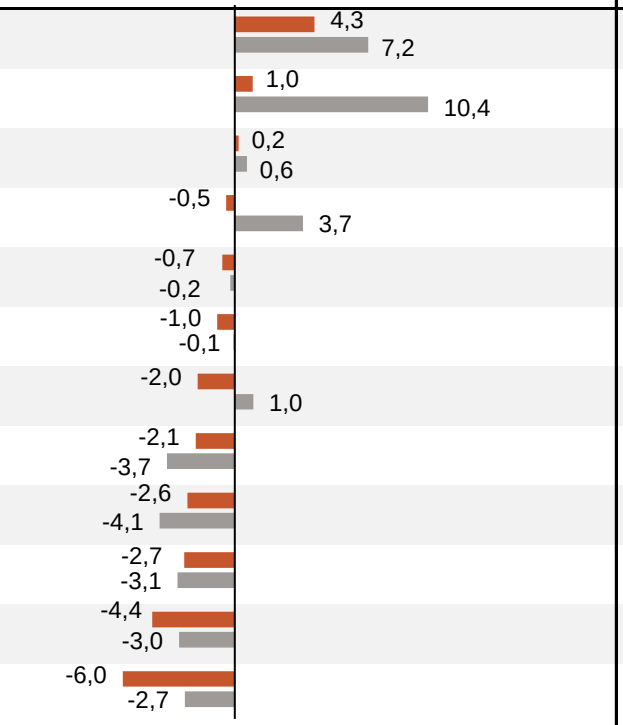
Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt
Rückblick

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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				
		25.03.24 25.03.25	25.03.23 25.03.24	25.03.22 25.03.23	25.03.21 25.03.22	25.03.20 25.03.21
Industriemetalle		16,6	-6,8	-23,5	63,1	43,2
Gold		39,7	9,0	3,1	21,5	-1,2
Euro-Übernachteinlage		3,5	3,7	0,6	-0,6	-0,5
Aktien Frontier Markets		13,7	14,5	-16,8	16,8	26,3
EUR Staatsanleihen		3,0	2,4	-6,4	-4,4	2,6
EUR Unternehmensanleihen		4,5	5,9	-7,1	-6,2	10,2
Aktien Emerging Markets		11,9	8,7	-9,2	-4,4	45,1
Brent		-3,6	27,2	-19,2	131,9	59,7
USD/EUR-Wechselkurs		0,4	-0,7	2,1	7,1	-7,5
Globale Wandelanleihen		8,6	10,5	-12,7	0,3	65,8
Aktien Industrienationen		11,3	28,2	-8,3	19,4	45,5
REITs		5,9	5,5	-22,5	25,1	23,5

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
Zeitraum: 25.03.2020 – 25.03.2025
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

Kapitalmarkt kompakt
Ausblick nach Anlageklassen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft

- Präsident Trumps Zollpolitik gefährdet den Aufschwung in der Eurozone und mittelfristig auch die heimische Wirtschaft.
- Binnennachfrage in Großbritannien ist stark, Ausfuhren aber schwach.
- Zentralbanken sind mit Zinssenkungen fast am Ende, halten sich aber in unsicheren Zeiten alle Optionen offen.

Aktien

- Kurzfristig keine regionale Präferenz nach der fundamental und bewertungstechnisch getriebenen Outperformance von Europa.
- Europa relativ günstig bewertet, aber USA unterstützt durch schwächeren USD und Rebalancierungsflows zum Quartalsende.
- Eine mögliche US-Wirtschaftsabkühlung in Q2 sowie Handelsstreitigkeiten könnten die Volatilität spürbar erhöhen.

Anleihen

- Der geldpolitische Spielraum bleibt für die Fed gering. Deutschland und UK scheinen hingegen wieder attraktiv.
- Unternehmensanleihen bleiben dank ihrer attraktiven Renditen interessant. Niedrige Risikoprämien gefährden kurzfristig.
- Schwellenländeranleihen dürften aufgrund sich aufhellender Konjunkturdaten aus China Rückenwind erhalten.

Alternative Investments / Rohstoffe

- Das Angebot ist reichlich am Ölmarkt, allerdings nicht zu jedem Preis. Seitwärtsbewegung bis auf weiteres wahrscheinlich.
- Gold knackt 3.000 USD je Unze. Globale Unsicherheit und steigende Staatsschulden geben Rückenwind.
- Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben dürften die Nachfrage nach Industriemetallen langfristig zusätzlich ankurbeln.

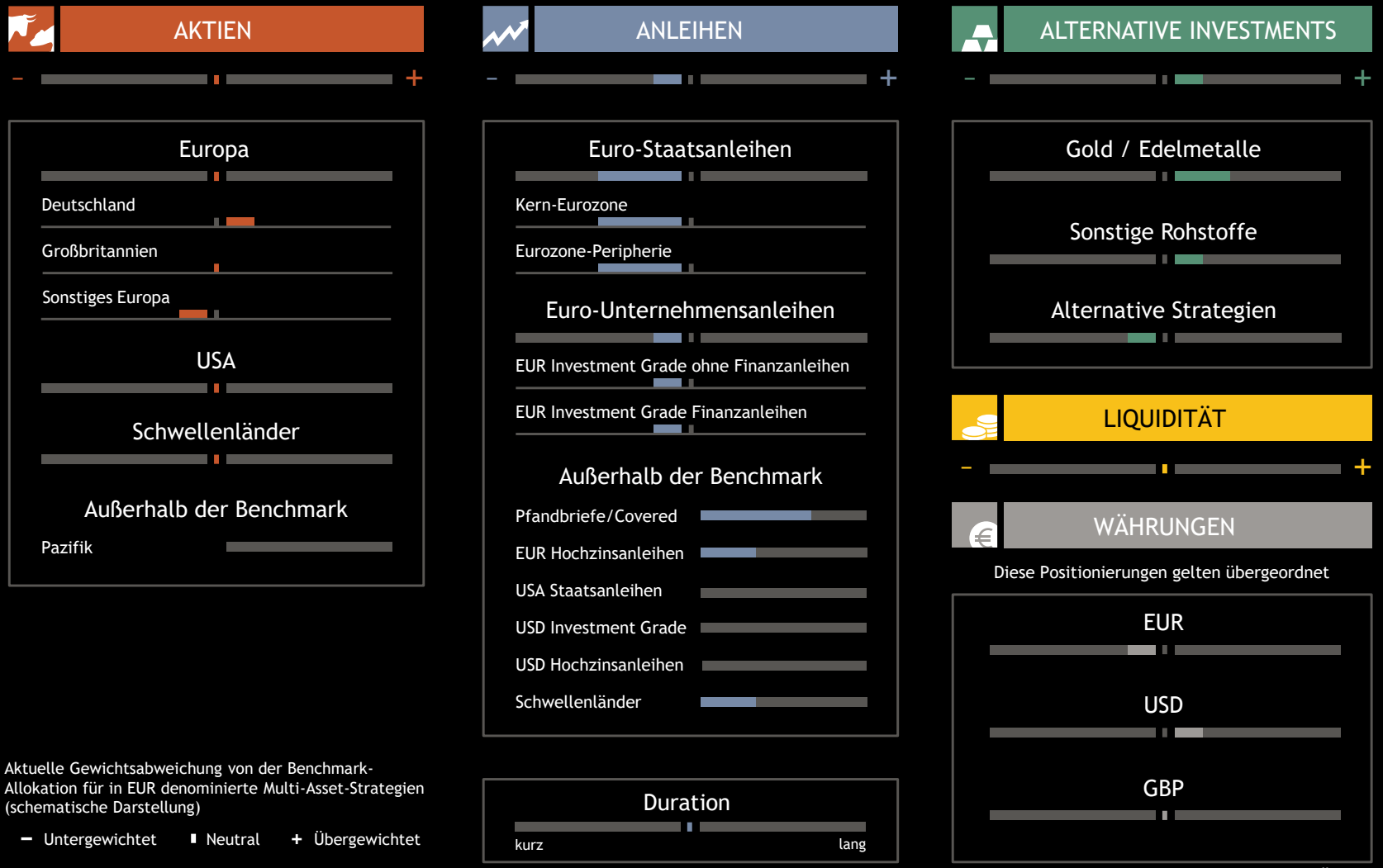
Währungen

- Geo- und Handelspolitik bewegen die Devisenmärkte.
- Europa und der Euro lösen sich aus der Schockstarre.
- Schweizerische Nationalbank versucht niedriger Inflation und Frankenstärke zu begegnen.

Berenberg Asset-Allokation kompakt
Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Aktuelle Gewichtsabweichung von der Benchmark-Allokation für in EUR denominierte Multi-Asset-Strategien (schematische Darstellung)

− Untergewichtet ▮ Neutral + Übergewichtet

Quelle: Berenberg

Darstellung per 25.03.2025

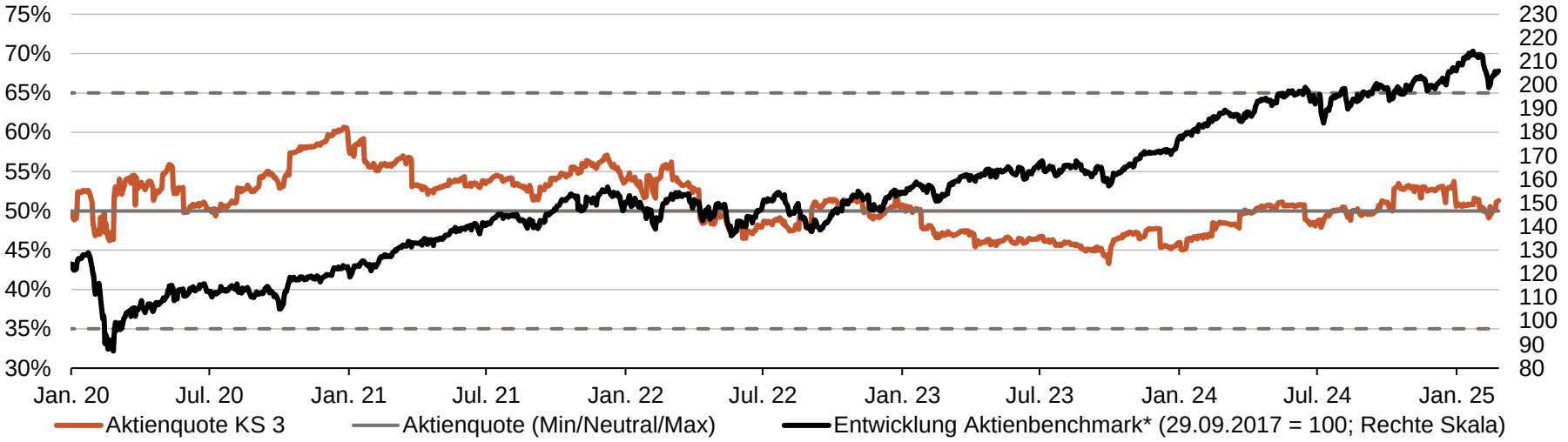
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage

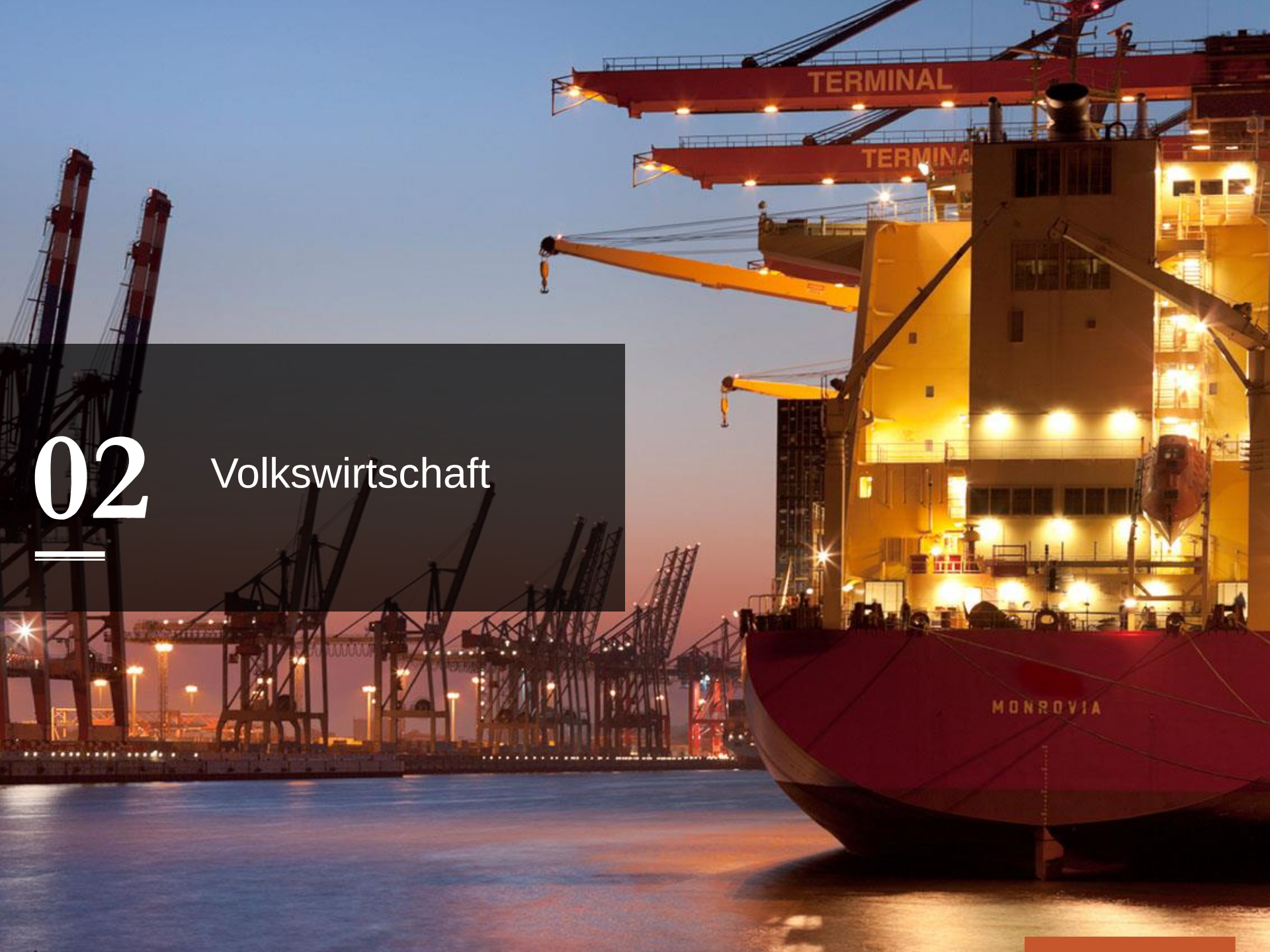
Performance Aktienbenchmark	24.03.20 - 24.03.21	24.03.21 - 24.03.22	24.03.22 - 24.03.23	24.03.23 - 24.03.24	24.03.24 - 24.03.25
	34,66%	18,76%	1,25%	22,90%	9,77%



Zeitraum: 24.03.2020 – 24.03.2025

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 Aktienbechmark 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.

- Wir haben das neue Jahr mit einer Übergewichtung von Aktien und Rohstoffen gegenüber Anleihen und Kasse begonnen. Nach dem starken Jahresauftakt bei Aktien und Rohstoffen nahmen wir ab Ende Januar einige Gewinne mit. Wir reduzierten Aktien auf neutral und schlossen die Übergewichtung in den USA sowie die Untergewichtung in den Schwellenländern.
- Nachdem US-Aktien in der Spitze um mehr als 10% korrigiert haben, haben wir vor allem US-Titel wieder aufgestockt und haben Aktien taktisch wieder leicht übergewichtet, in Antizipation von Rebalancierungs-Flows und Käufen durch Systematiker.
- Nach der starken Outperformance Europas haben wir vorerst keine regionalen Präferenzen, da sich die finanziellen Rahmenbedingungen in den USA wieder verbessern. Die Renditen von US-Staatsanleihen sind deutlich gesunken und angesichts der Inflationsrisiken wenig attraktiv. In Europa sind die Anleiherenditen deutlich gestiegen, dank steigender Staatsverschuldung und positiver Konjunkturimpulse.



02 Volkswirtschaft

Eurozone
Konjunktur- und Preisentwicklung

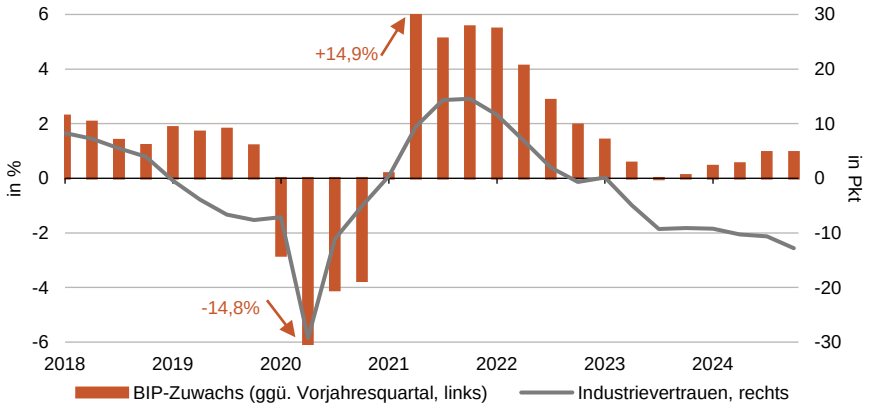
Expansionskurs - wenn Trump nicht dazwischenfunkt

- Eigentlich sind die Ampeln in der Eurozone zuletzt auf Grün gesprungen. Frankreich hat einen Haushalt verabschiedet und Deutschland dürfte bald wieder eine funktionierende Regierung haben. Für konjunkturellen Rückenwind sorgen zudem die Leitzinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) und die Tatsache, dass die Löhne im Euroraum seit geraumer Zeit stärker steigen als die Preise.
- Die größte Gefahr für den verhalten positiven Ausblick besteht darin, dass der Handelskonflikt mit den USA weiter eskaliert. Neben den bereits verhängten Zöllen von 25 % auf Stahl und Aluminium droht Trump mit weiteren Einfuhrabgaben.

EZB hält sich in unsicheren Zeiten alle Optionen offen

- Wie erwartet senkte die EZB am 6. März den Leitzins um 25 Basispunkte auf 2,5 %. Zwar hielten sich die Frankfurter Währungshüter darüber hinaus alle Optionen offen, doch die Tatsache, dass die EZB ihre Geldpolitik nun als „spürbar weniger restriktiv“ bezeichnet, bestärkt uns in unserer Einschätzung, dass es bei der nächsten Sitzung am 17. April zu einer Zinspause kommen wird. Danach dürfte die EZB den Einlagesatz am 5. Juni ein letztes Mal auf dann 2,25 % senken.
- Sollten sich allerdings bis dahin die Konjunkturaussichten für die Eurozone aufgrund der Handelskonflikte mit den USA deutlich eintrüben, könnte sich die EZB zu weiteren Zinssenkungen gezwungen sehen.

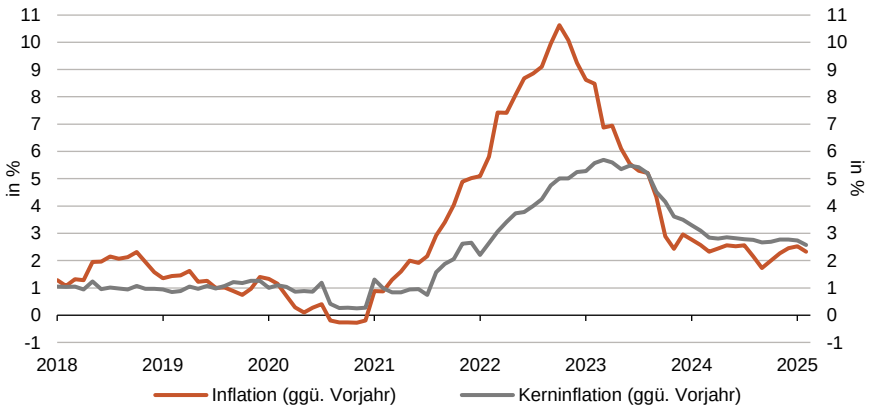
Konjunkturbelebung für den Sommer erwartet



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Die Eurozone lässt den Preisschock hinter sich



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 02/2025

Großbritannien
Konjunktur- und Preisentwicklung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

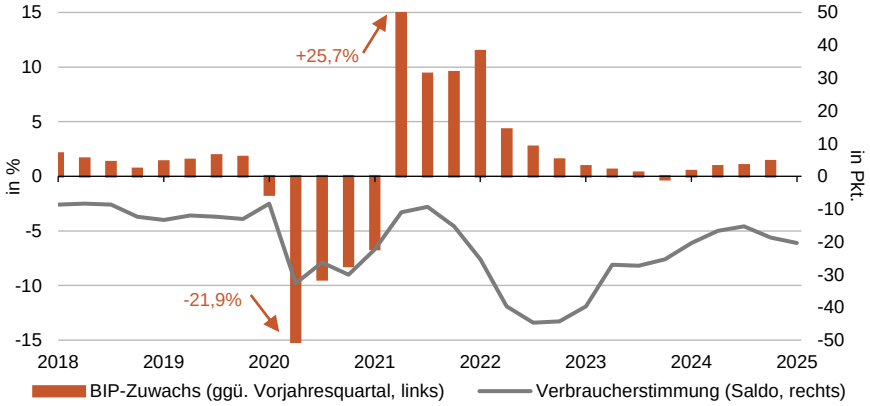
Binnennachfrage stark, Ausfuhren schwach

- Während die Binnennachfrage weiterhin robust ist, wird das Wirtschaftswachstum vor allem von den schwachen Ausfuhren belastet. Hohe Lohn- und Energiekosten verschlechtern die Wettbewerbsfähigkeit britischer Exporteure.
- Wir rechnen aber damit, dass die Konjunktur im Jahresverlauf an Schwung gewinnt. Denn die britische Regierung hat deutliche Ausgabenerhöhungen angekündigt, und die Verbraucher profitieren weiterhin von einem soliden Arbeitsmarkt und steigenden Löhnen. Zudem werden sich die Zinssenkungen noch deutlicher in der Realwirtschaft bemerkbar machen. Für 2025 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 0,9 %.

Inflationsrate wird im Jahresverlauf weiter steigen

- Der weiterhin angespannte Arbeitsmarkt wird den Lohndruck in Großbritannien hoch halten, zudem dürften die Energiepreise in den kommenden Monaten im Jahresvergleich wieder steigen. Wir rechnen daher damit, dass die Inflationsrate im Jahresverlauf erneut zulegen wird – auf über 4 % im zweiten Halbjahr.
- Die Bank of England hat aufgrund der anhaltenden Inflationssorgen den Leitzins am 20. März bei 4,50 % belassen. Wir erwarten zunächst nur einen weiteren Schritt um 25 Basispunkte im Mai und danach eine längere Pause, bevor Anfang 2026 die letzte Zinssenkung auf 4,00 % erfolgt.

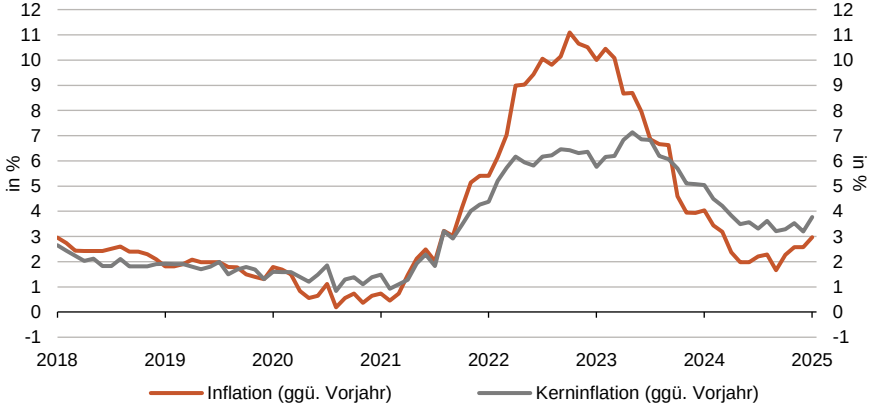
Heimische Nachfrage stützt das Wachstum



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Inflationsrate bewegt sich Richtung 4 %



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 01/2025

USA
Konjunktur- und Preisentwicklung

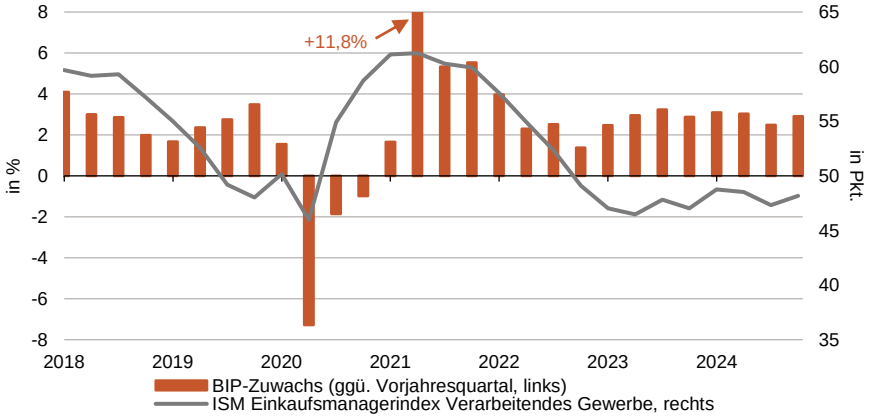
Wirtschaft stabil, aber Trumps Politik birgt Risiken

- Auch wenn einzelne ökonomische Stimmungsindikatoren und Unternehmenszahlen zuletzt etwas enttäuscht haben, zeigt sich die US-Wirtschaft insgesamt weiterhin recht robust. Die neue Regierung baut Regulierungen ab und will Steuern senken. Beides kann kurzfristig die Konjunktur weiter stützen.
- Die aggressive Einwanderungs- und Handelspolitik stiftet jedoch Unruhe und birgt mittelfristig deutliche Risiken für die US-Wirtschaft. Wir rechnen daher damit, dass sich das Wachstum in den kommenden Jahren abschwächen wird.

Die Fed hat derzeit keinen Grund sich zu bewegen

- Die Kerninflation ist zwar im Februar von 3,3 % auf 3,1% gesunken, bewegt sich aber seit einem Dreivierteljahr mehr oder weniger seitwärts.
- Dies allein wäre Grund genug für die Fed, die Geldpolitik nicht weiter zu lockern. Hinzu kommt, dass die Zoll- und Einwanderungspolitik unter Trump die Inflation im Laufe des Jahres zusätzlich anheizen könnte. Die Fed hat daher auf ihrer Sitzung am 19. März die Leitzinsspanne bei 4,25 % bis 4,50 % belassen und wir rechnen auch für den restlichen Jahresverlauf nicht mit weiteren Zinssenkungen.

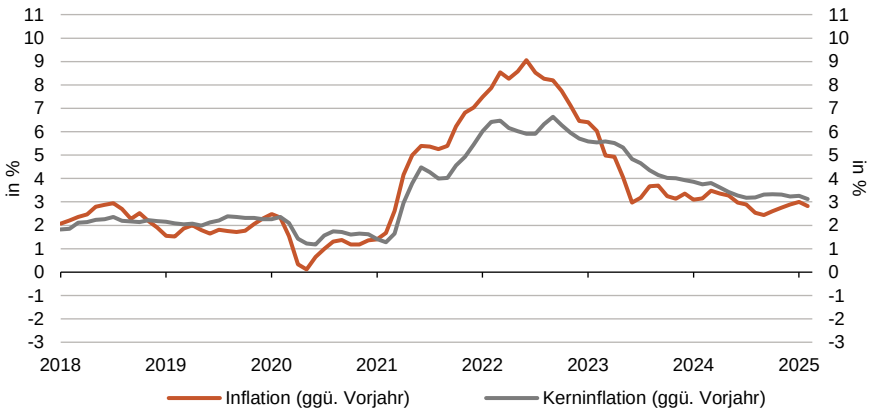
Wachstum wird sich nur langsam abschwächen



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 12/2024

Inflationsrate bewegt sich seitwärts



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 02/2025

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.03.2025
* 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

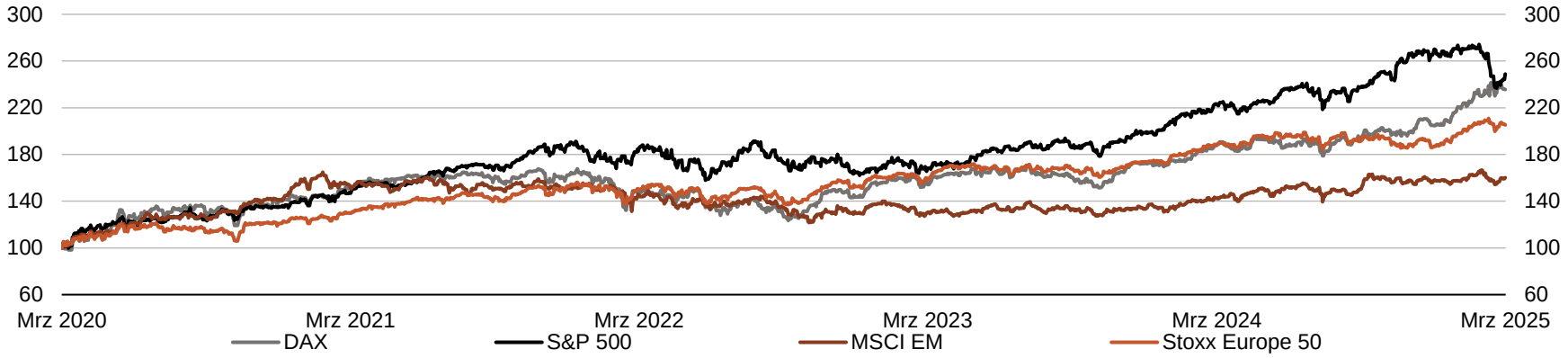
Europäische Aktien mittelfristig mit weiterem Potenzial

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Europa überrascht Viele

- Zu Beginn des Jahres beherrschte die These „höher für länger“ die Finanzmärkte. Wachstum war eine ausgemachte Sache. Fast alle Anlagen entwickelten sich im Januar positiv. Doch als Trump ab Mitte Februar richtig loslegte, stieg die Volatilität mit der politischen Unsicherheit an. US-Aktien, die Gewinner der letzten beiden Jahre und zu Jahresbeginn vom Marktkonsens übergewichtet, gaben deutlich nach, insbesondere der Tech-Sektor und die Glorreichen 7. Die Nachzügler der letzten Jahre, Aktien aus Europa und den Schwellenländern (v. a. China, Osteuropa) überraschten mit kräftigen Kursgewinnen.
- Die starke Rallye europäischer Aktien wurde zunächst von taktisch agierenden Anlegern getragen. Es besteht daher die Chance, dass aus der bisherigen Sentimentrallye eine strukturelle Erholungsrallye wird. Dazu braucht es aber mehr als Hoffnung. Die Friedensverhandlungen im Russland-Ukraine-Krieg müssen zu einem auch für die Ukraine tragfähigen Ergebnis führen, die Konjunktur in Europa muss sich erholen, die Unternehmensgewinne in Europa müssen steigen, und Europa muss geschlossen auftreten. Insbesondere das Infrastrukturpaket sowie die Lockerung der Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben in Deutschland lassen in dieser Hinsicht hoffen. Nach der starken relativen Entwicklung könnte die relative Outperformance Europas allerdings zunächst ins Stocken geraten, zumal Trump auch mit Zöllen gegenüber Europa droht. Deutlichere Rückschläge in Europa dürften von internationalen Investoren aber genutzt werden.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 24.03.2020 – 24.03.2025

Unternehmensgewinne
Make Europe great again

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

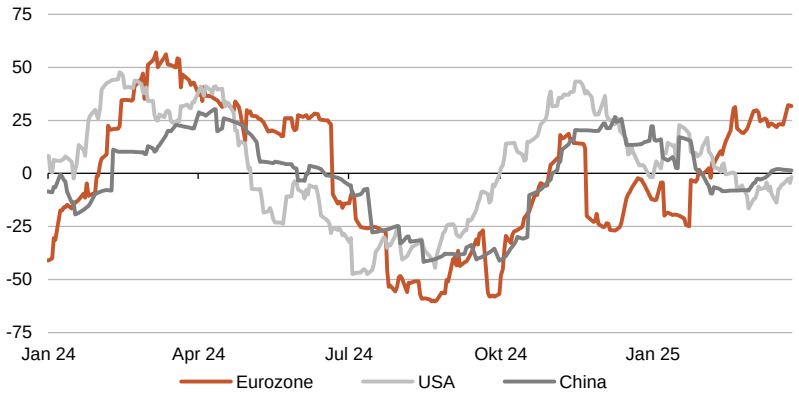
Stark, stärker, Europa

- Wie von uns vermutet, waren die Positionierung und der Konsens für US-Aktien nach der Trump-Wahl zu einseitig positiv. Im ersten Quartal kam es zu einer deutlichen Gegenbewegung: Europa entwickelte sich in Euro mehr als 17 Prozentpunkte besser als die USA.
- US-Unternehmen sahen im Aggregat zuletzt negative Gewinnrevisionen. Die US-Wirtschaftsdaten haben zuletzt enttäuscht. Vieles deutet auf eine Verlangsamung des US-Wachstums im Frühjahr hin. Die relative Rallye Europas war also fundamental gerechtfertigt und wurde durch die relativ extreme Positionierung der Anleger begünstigt, die sich auch in den relativen Bewertungen niederschlug.

Nebenwerte noch in Wartehaltung

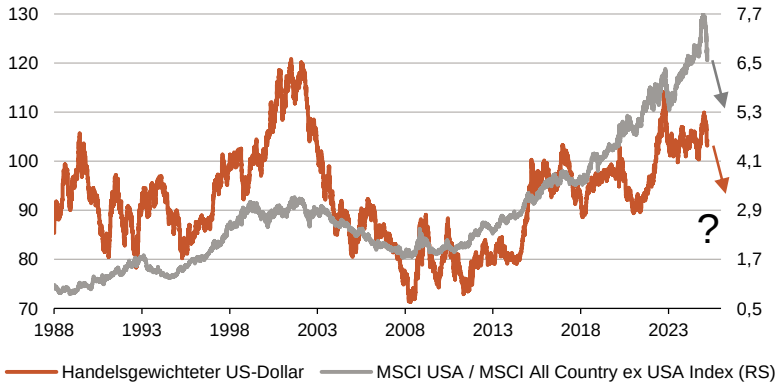
- Aber nicht nur die USA, sondern auch andere Regionen wie Japan mussten zuletzt Federn lassen. Etwas überraschend ist, dass europäische Nebenwerte bislang kaum von dem Stimmungsumschwung profitieren konnten, was wohl vor allem an den bislang ausgebliebenen Mittelzuflüssen in diesem Bereich liegen dürfte.
- Schwellenländeraktien haben wir zuletzt aufgestockt, da mit der Ankündigung von DeepSeek das Interesse an unterbewerteten asiatischen Technologieunternehmen gestiegen ist. Zudem hat China, ähnlich wie Europa, deutliche Konjunkturmaßnahmen beschlossen – auch als Reaktion auf die US-Zölle.

Makro: Euroraum überrascht positiv, USA enttäuscht



Quelle: Bloomberg, Citigroup, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2024–26.03.2025

Bricht die US-Dominanz der letzten 20 Jahre?



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.1988–24.03.2025

Performance und Bewertung

Kann Europas Outperformance weitergehen?

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

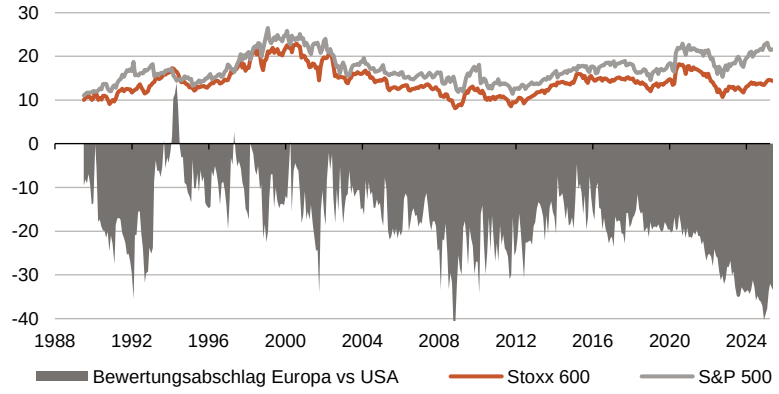
Europäische Aktien weiterhin attraktiv bewertet

- Der Bewertungsabschlag auf KGV-Basis zwischen Europa und den USA beträgt immer noch mehr als 30 %.
- Ein Großteil der US-Outperformance der letzten Jahre ist auch auf eine Bewertungsausweitung (also Psychologie) zurückzuführen, Stichwort US-Exzeptionalismus. Die jüngste Underperformance von US-Aktien hat auch damit zu tun, dass Trump – wie so oft bei neuen Präsidenten – mit unangenehmen, wachstumsschädlichen Maßnahmen begonnen hat: Sparmaßnahmen, weniger Einwanderung und Zölle. Wachstumsfördernde Maßnahmen wie Deregulierung und (eine Verlängerung der) Steuersenkungen dürften erst später folgen.

Neutrale regionale Aufstellung Richtung Q2

- Ob die Outperformance von Europa anhält, dürfte weiter von der Politik und der Wahrnehmung im Ausland abhängen. Zudem dürften andere Regionen wie die USA sich zumindest absolut besser entwickeln. Die US-Wachstumsschwäche ist teils schon eingepreist, und Richtung zweites Halbjahr dürfte es wieder besser aussehen. Zumal der relative Rückenwind der europäischen Unternehmen durch niedrigere Zinsen und einen schwachen Euro zuletzt deutlich nachgelassen hat.
- Vor diesem Hintergrund fühlen wir uns vorerst mit einer neutralen geografischen Positionierung wohl. Die Volatilität dürfte aufgrund der großen makroökonomischen Verschiebungen und des Temperaments von Trump hoch bleiben und Chancen bieten.

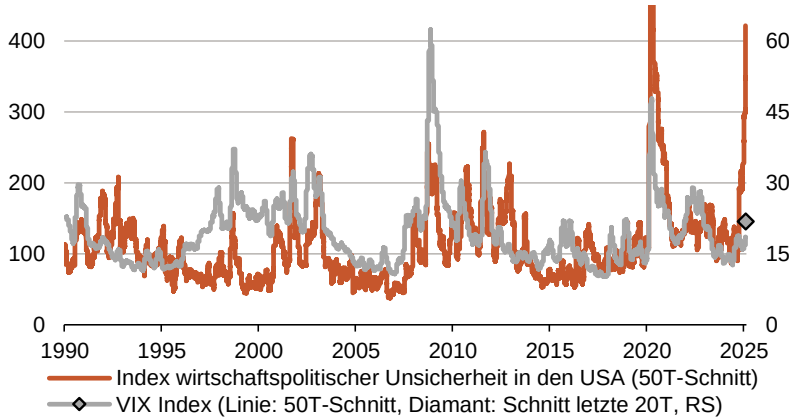
Starke Bewertungsdifferenz zwischen USA und Europa



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 24.03.2025

Volatilität könnte durch wachsende Unsicherheit steigen

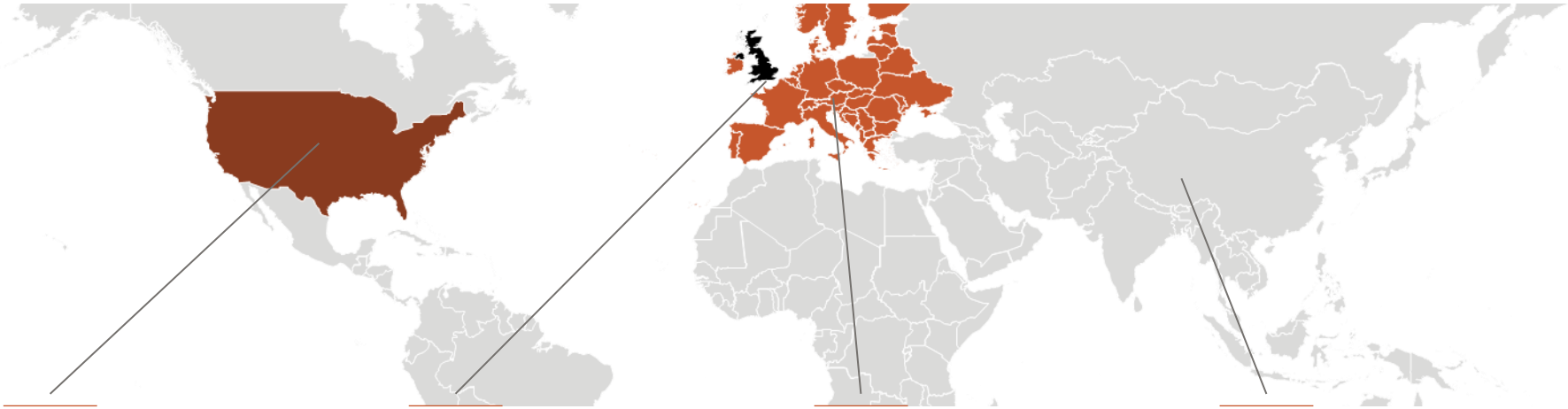


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Zeitraum: 01.01.1990 – 25.03.2025

Aktien Allokation

Regional neutrale Positionierung präferiert



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. Der US-Markt ist aber weiterhin am stärksten durch nicht-fundamentale Flows unterstützt.

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

- Angesichts 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

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Indexprognosen	Aktuell 24.03.2025	31.12.2025	30.06.2026	Ø* in 12 Monaten
S&P 500	5.768	6.000	6.400	6.839
DAX	22.853	24.000	26.000	25.493
Euro Stoxx 50	5.416	5.700	6.000	6.019
MSCI Großbritannien	2.469	2.600	2.750	2.847

Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	4,0	11,0	18,6
DAX	-	5,0	13,8	11,6
Euro Stoxx 50	-	5,2	10,8	11,1
MSCI Großbritannien	-	5,3	11,4	15,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.03.2025
*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen

Staatsanleihen
Sicherheit kann sich wieder lohnen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

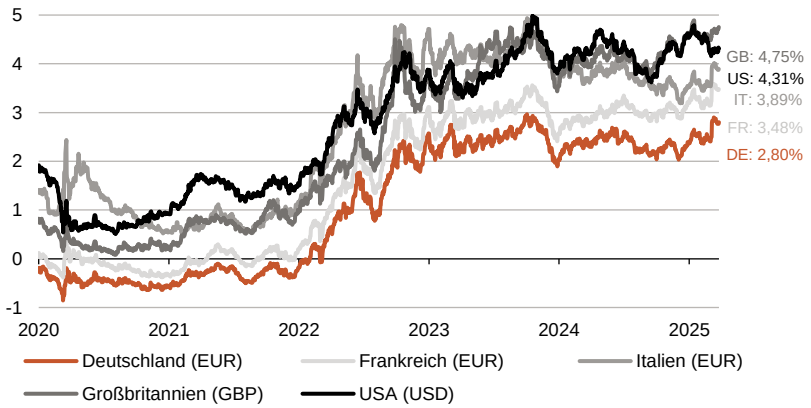
Geldpolitischer Spielraum bleibt für Fed gering

- Im Jahr 2024 war mit Staatsanleihen hoher Bonität nichts zu holen, dafür hat sich das Bild im ersten Quartal 2025 zumindest für US-Treasuries aufgehellt. Sie legten vor dem Hintergrund des nachlassenden US-Konjunkturoptimismus zu. Dass diese Entwicklung anhalten wird, ist fraglich, denn höhere Zölle, Lohndruck durch die Ausweisung von Migranten und steigende Staatsverschuldung sprechen mittelfristig für wieder steigende US-Renditen.
- Auch ist angesichts der Inflation, die aus den genannten Gründen deutlich über der Zielmarke der Fed verharren sollte, der geldpolitische Spielraum für die amerikanische Notenbank gering. Unsere Volkswirte rechnen für den Rest des Jahres mit einem unveränderten US-Leitzinsniveau.

Deutschland und UK wieder attraktiver

- In der Eurozone dagegen dürften u. a. rückläufige Energiepreise der EZB eine weitere Zinssenkung von 25 Basispunkten im Juni erlauben. Zudem hat die Aussicht auf zusätzliche schuldenfinanzierte Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben die Rendite deutscher Bundesanleihen zuletzt deutlich ansteigen lassen. Im Gegensatz zu US-Treasuries sehen wir hier ebenso wie für britische Gilts positives Ertragspotential bis Jahresende. Auch auf dem Markt für sichere Staatsanleihen gilt also: Der Ausblick für Anlagen in Europa hat sich aufgehellt.

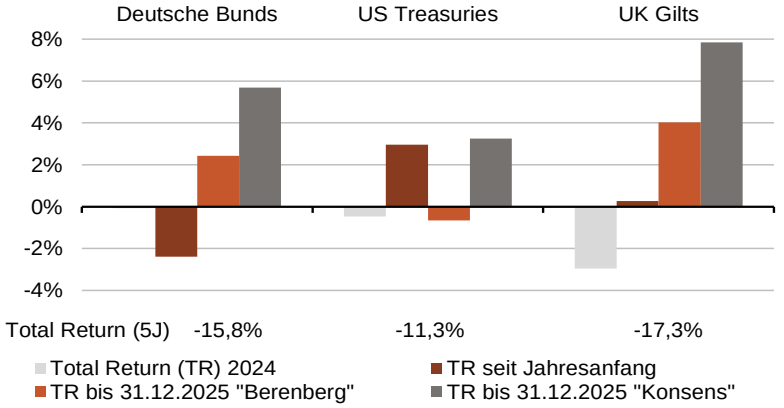
10-jährige Renditen (%) zuletzt weiter volatil



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2020–25.03.2025

Bundesanleihen können sich lohnen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Stand: 25.03.2025

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Credit bleibt unterstützt, Schwellenländer bieten Chancen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

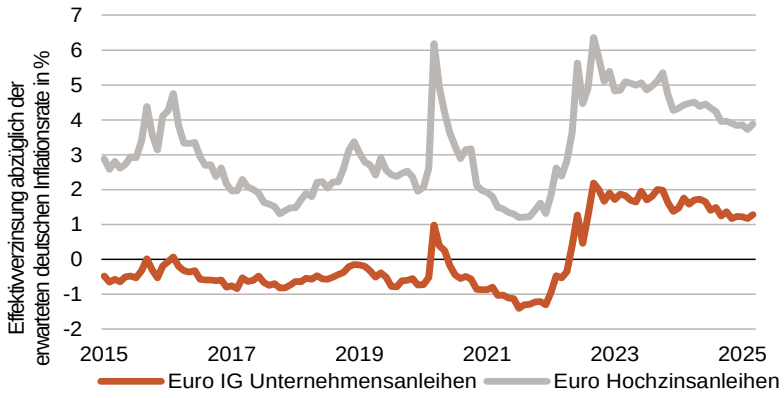
Unternehmensanleihen: Solid as a rock

- Unternehmensanleihen bleiben der Fels in der Brandung. Weder der vorangegangene starke Rückgang der Risikoprämien noch die anhaltende US-Zolldiskussion haben bisher zu einem nachhaltigen Anstieg der Risikoaufschläge in diesem Segment geführt. Bei Bundrenditen von durchschnittlich 2,6 % bleiben Unternehmensanleihen im Investment Grade- und Hochzinssegment für Renditekäufer weiterhin interessant. Zumal ihre laufende Verzinsung zum Teil deutlich über der deutschen Inflationsrate von zuletzt 2,3 % liegt und sie somit weiterhin einen realen Mehrwert bieten. Angesichts der niedrigen Risikoprämien ist jedoch eine Marktkorrektur wahrscheinlicher geworden.

Schwellenländeranleihen: Chinesische Erholung stützt

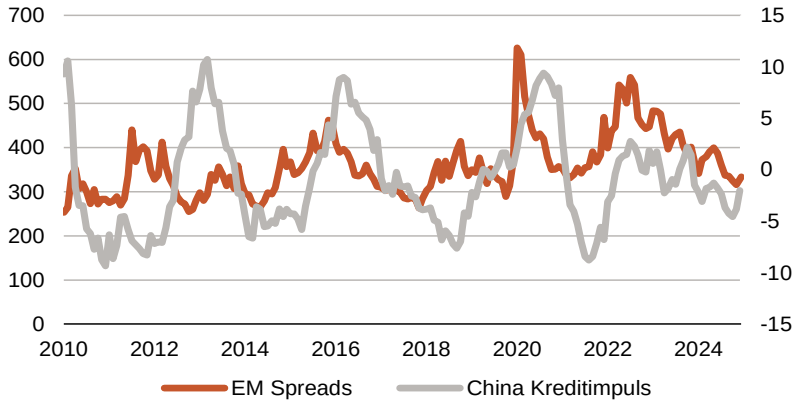
- Im Fokus der Märkte für Schwellenländeranleihen stehen die Unsicherheit über die protektionistischen Maßnahmen der neuen US-Regierung sowie die zunehmenden Bemühungen um eine Friedenslösung für die Ukraine. Während die Zolldrohungen die Märkte in Atem halten und zu stärkeren Preisschwankungen führen, könnte eine potenzielle Friedenslösung ein positiver Katalysator für die Schwellenländer werden.
- Eine stärkere Konjunktur in China war bislang stets ein Segen für die Weltwirtschaft – insbesondere für Schwellenländer. Wirtschaftliche Daten wie die Kreditvergabe geben zuletzt Hoffnung auf eine gewisse Bodenbildung. Der resultierende Rückenwind sollte mittelfristig unterstützend für alle Assetklassen aus Schwellenländern wirken.

Unternehmensanleihen bieten stabil positive Realverzinsung



Quelle: ICE, Bloomberg, eigene Berechnungen. Zeitraum: 30.01.2015–26.03.2025

Kreditvergabe stützt Risikoprämien für EM-Anleihen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Zeitraum: 31.12.2010– 28.02.2025

Kapitalmarktstrategie
Anleihen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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-Unternehmens-anleihen 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 Carrys 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

Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	24.03.2025 Aktuell	31.12.2025	Ø*	30.06.2026	Ø*
USA					
Leitzins	4,25-4,50	4,25-4,50	4,05	4,25-4,50	3,80
10J US-Rendite	4,34	4,80	4,36	4,90	4,27
Eurozone					
Leitzins**	2,50	2,25	2,15	2,25	2,10
10J Bund-Rendite	2,77	2,80	2,71	2,90	2,77
Großbritannien					
Leitzins	4,50	4,25	3,75	4,00	3,50
10J Gilts-Rendite	4,71	4,70	4,17	4,70	4,05

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.03.2025
*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens; **Einlagensatz

05 Rohstoffe

Rohöl

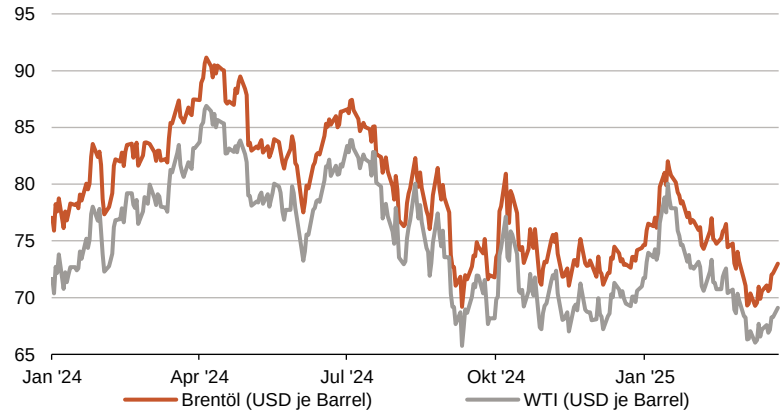
Öl bis auf weiteres seitwärts

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Viel Angebot am Ölmarkt, aber nicht zu jedem Preis

- Nach kurzem Aufbäumen im Zuge neuer US-Sanktionen gegen russische Tanker fiel der Ölpreis in Q1 auf den tiefsten Stand seit 2021. Gegenwind kam vor allem vom Angebot. Zum einen belasteten die Friedensverhandlungen im Ukraine-Krieg und damit die Hoffnung auf mehr billige Energie aus Russland den Preis. Zum anderen überraschte die OPEC+ trotz Preisschwäche mit der Reduktion bestehender Förderkürzungen. Aber auch auf der Nachfrageseite (insbesondere in China) überwogen die negativen Nachrichten. Nach einem Verlust von mehr als 15% in der Spitze erholte sich der Ölpreis zuletzt wieder. Neben dem schwächeren US-Dollar stützten vor allem die neuen Drohungen von Donald Trump venezolanisches und iranisches Öl stärker zu sanktionieren den Ölpreis.
- Das Aufwärtspotenzial bleibt in einem Umfeld steigender Produktion, sowohl seitens der OPEC+ als auch seitens nicht-OPEC-Ländern, begrenzt, zumal das globale Nachfragewachstum weiter moderat bleiben dürfte. Gleichzeitig ist auch das weitere Abwärtsrisiko begrenzt. Denn auch wenn es reichlich Angebot gibt, wird vor allem die US-Schieferölproduktion bei sinkenden Preisen zunehmend unprofitabel. Und auch viele Mitglieder der OPEC+ würden Probleme mit der Finanzierung ihrer Staatshaushalte bekommen. Eine Fortsetzung der Seitwärtsbewegung des letzten Jahres erscheint daher wahrscheinlich, wenngleich der Korridor (ehemals 70-90 USD/Barrel) nun etwas niedriger ausfallen dürfte.

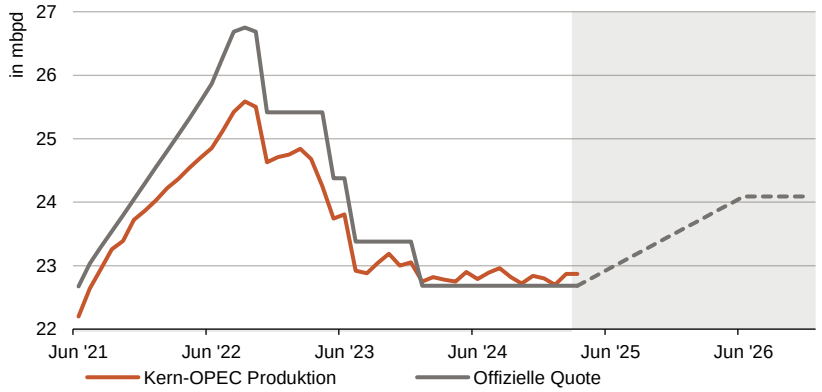
Rohöl weiter im volatilen Seitwärtstrend



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2024 – 25.03.2025

OPEC+ plant sukzessive Produktionserhöhungen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 30.06.2021 – 31.12.2026

Edel- und Industriemetalle

(Edel-)Metallmärkte mit strukturellem Rückenwind

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

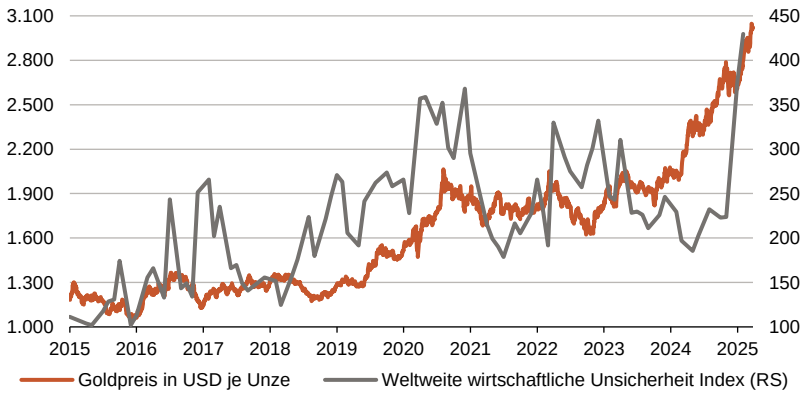
Staatsschulden + Unsicherheit = Gold ein „Muss“

- Gold scheint in Q1 die Marke von 3.000 USD/Unze nachhaltig durchbrochen zu haben. Fundamental sorgten der schwächere US-Dollar und die gesunkenen Realzinsen für Rückenwind. Der wichtigste Treiber in Q1 war jedoch die stark gestiegene globale wirtschaftliche Unsicherheit.
- Während Zentralbanken ihre Bestände in den letzten Jahren erheblich aufgestockt haben, dürften viele internationale Investoren die Rallye verpasst und erheblich Aufholbedarf haben: Die ETF-Bestände liegen immer noch rund 23 % unter ihren Höchstständen. Bei steigenden Staatsschulden (nun auch in Europa), hoher Unsicherheit sowie einem ungewissen Inflationsausblick bleibt Gold trotz hoher Bewertung gegenüber Realzinsen essenzieller Bestandteil unserer Portfolios.

Noch mehr struktureller Rückenwind für Industriemetalle

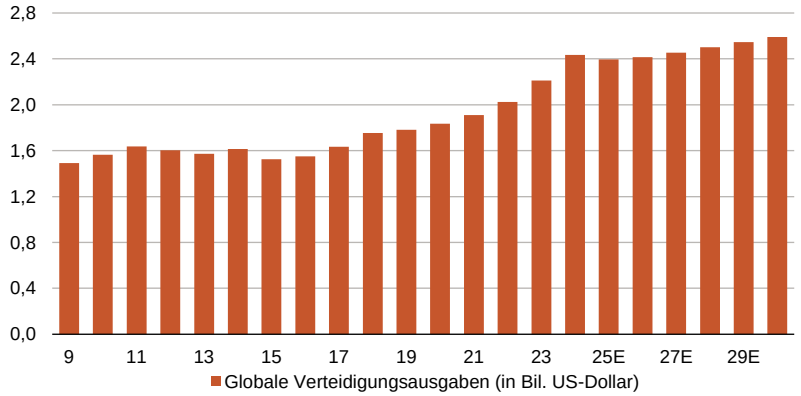
- Industriemetalle profitierten in Q1 zwar auch von der höheren Aktivität im verarbeitenden Gewerbe, aber vor allem bevorstehende US-Zölle beflügelten vereinzelte Metalle, da US-Verbraucher vor Inkrafttreten versuchen, möglichst viel Metall zu importieren.
- Kurzfristig könnte der Handelskrieg allerdings noch zur Belastung werden. Langfristig hat sich der Ausblick für Industriemetalle zuletzt noch einmal verbessert. Neben der grünen Transformation dürften nun höhere Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben in Europa sowie der mögliche Wiederaufbau der Ukraine die Nachfrage zusätzlich verstärken und auf ein knappes Angebot treffen.

Globale Unsicherheit treibt Anleger in Gold



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2015–25.03.2025

Rüstungsausgaben dürften Metallnachfrage ankurbeln



Quelle: IISI, BofA Global Research Zeitraum: 2009-2030, jährliche Daten

06 Währungen

Marktentwicklung
Geld & Währung

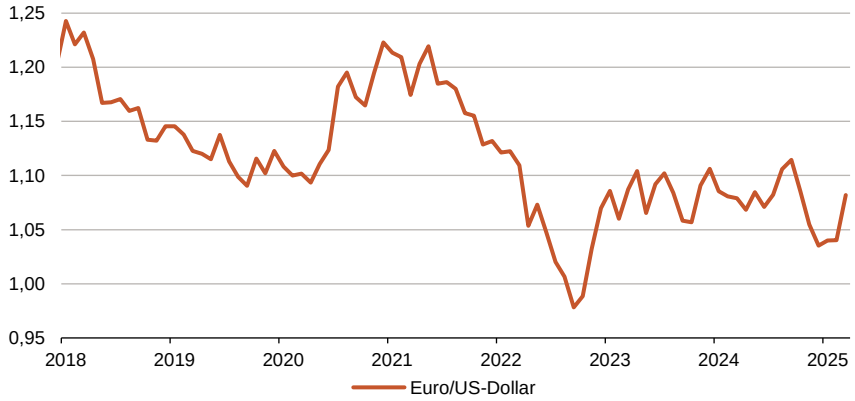
Euro gewinnt gegenüber dem Dollar an Boden

- Dies liegt zum einen daran, dass sich der Devisenmarkt zunehmend die Frage stellt, mit wie vielen Verbündeten und Handelspartnern sich Präsident Trump gleichzeitig anlegen kann, ohne dass auch die US-Wirtschaft mittelfristig Schaden nimmt.
- Zum anderen haben die geplanten umfangreichen Fiskalpakete in der Eurozone dem Euro Rückenwind verliehen. Die anhaltende konjunkturelle Erholung im Euroraum und die Aufbruchstimmung in Deutschland dürfte die Gemeinschaftswährung in den kommenden Monaten weiter stützen. Viel wird am Devisenmarkt aber auch von der weiteren Entwicklung der Handelskonflikte abhängen.

Schweiz bewegt sich weiter in Richtung Nullzins

- Im Kampf gegen die niedrige Inflation und den starken Franken hat die Schweizerische Nationalbank am 20. März den Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 0,25 % gesenkt. Der Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik ist jetzt jedoch begrenzt.
- Eine direkte Intervention am Devisenmarkt wäre eine Alternative, birgt aber wiederum die Gefahr, von den USA als Währungsmanipulator bezeichnet zu werden. Da aber auch die EZB ihren Leitzins in diesem Jahr nur noch geringfügig senken dürfte, erwarten wir mittelfristig eine Seitwärtsbewegung des Euro-Franken-Wechselkurses in etwa auf dem aktuellen Niveau.

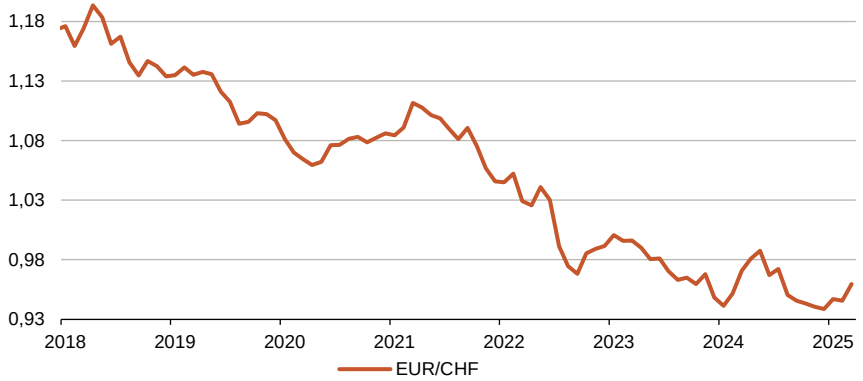
Euro erwacht aus dem Tiefschlaf



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Frankenstärke hält weiter an



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

	24.03.2025	31.12.2025		30.06.2026	
Wechselkursprognosen	**Aktuell**		**Ø***		**Ø***
EUR/USD	1,08	1,10	1,08	1,13	-
EUR/GBP	0,84	0,85	0,84	0,86	-
EUR/CHF	0,95	0,95	0,96	0,95	-
EUR/JPY	163	154	157	154	-
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-1,8	0,0	-4,4	-
GBP	-	-1,7	-0,5	-2,8	-
CHF	-	0,4	-0,7	0,4	-
JPY	-	5,7	3,7	5,7	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.03.2025
*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

Impressum

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
Chefstratege 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