



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Mai | 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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung. Datum 24.04.2025



# Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	<b>Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt</b> Volatilität für aktives Management genutzt	4
<b>02</b>	<b>Volkswirtschaft</b> Die chaotische US-Zollpolitik belastet den Welthandel und verunsichert Unternehmen und Verbraucher	9
<b>03</b>	<b>Aktien</b> "America First" drängt US-Märkte auf die hinteren Plätze	14
<b>04</b>	<b>Anleihen</b> Unsichere Seite des Atlantiks?	20
<b>05</b>	<b>Rohstoffe</b> Ohne Rezession geht es weiter seitwärts. Zollpolitik als Preistreiber: Gold glänzt, Metalle schwächeln	25
<b>06</b>	<b>Währungen</b> Trump-Zölle lassen US-Dollar abstürzen	28

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://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 (25.03.25 - 22.04.25)	■ YTD (31.12.24 - 22.04.25)	22.04.24	22.04.23	22.04.22	22.04.21	22.04.20
			22.04.25	22.04.24	22.04.23	22.04.22	22.04.21
Gold	5,8	16,8	35,5	21,1	0,8	20,6	-6,2
EUR Staatsanleihen	1,7	1,5	5,0	3,7	-5,9	-5,9	2,6
EUR Unternehmensanleihen	1,1	1,0	5,8	6,2	-5,6	-8,0	6,7
Euro-Übernachteinlage	0,1	0,8	3,3	3,8	0,9	-0,6	-0,5
USD/EUR-Wechselkurs	-5,5	-9,4	-6,7	3,1	-1,7	11,2	-9,9
REITs	-7,4	-9,9	2,3	-1,2	-25,0	25,9	15,8
Aktien Frontier Markets	-7,6	-4,3	7,0	13,0	-18,6	13,9	29,8
Aktien Emerging Markets	-9,9	-9,0	1,3	9,2	-7,9	-8,6	38,8
Globale Wandelanleihen	-10,0	-12,8	-0,1	8,3	-9,9	-4,9	47,9
Aktien Industrienationen	-11,8	-14,5	0,4	21,8	-2,2	11,4	35,8
Brent	-12,2	-15,4	-17,8	21,9	-8,9	113,8	122,5
Industriemetalle	-12,5	-6,2	-11,7	10,1	-23,9	57,0	42,3

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: 22.04.2020 – 22.04.2025

# Kapitalmarkt kompakt

## Ausblick nach Anlageklassen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Volkswirtschaft



- Die US-Zölle stellen eine erhebliche Gefahr für die wirtschaftliche Erholung in der Eurozone dar.
- Die USA sind die Hauptleidtragenden von Trumps Zollchaos.
- EZB und BoE senken Leitzinsen weiter, während der Fed die Hände gebunden sind.

### Aktien



- (US-)Aktien leiden unter Unsicherheit rund um Zollpolitik und Auswirkungen auf die Konjunktur und Unternehmen.
- US-Gewinnerwartungen und -Bewertungen trotz jüngster Korrekturen weiterhin ambitioniert, Europa hingegen günstig bewertet.
- Eine mögliche US-Wirtschaftsabkühlung in Q2 sowie Handelsstreitigkeiten könnten für weitere Volatilität sorgen.

### Anleihen



- Trumps Zollpolitik gefährdet das Vertrauen der Investoren in die USA. EZB bleibt auf vorsichtigem Zinssenkungskurs.
- Europäische Unternehmensanleihen zuletzt unter Trump-Zolldruck. Verunsicherung der Anleger spiegelt sich in Mittelabflüssen wider.
- Die Schwellenländeranleihemärkte werden von Donald Trumps weltwirtschaftlicher Unsicherheit geprägt.

### Alternative Investments / Rohstoffe



- Seitwärtsbewegung wahrscheinlich. Preise unterhalb von 60 USD/Barrel nur temporär oder bei (US-)Rezession denkbar.
- Gold wird als sicherer Hafen weiter gesucht und erreicht das nächste Allzeithoch. Die Korrekturanfälligkeit steigt jedoch.
- Trumps erhebliche Zollüberraschungen lasten auf den Industriemetallen. Strukturelle Treiber bleiben jedoch intakt.

### Währungen



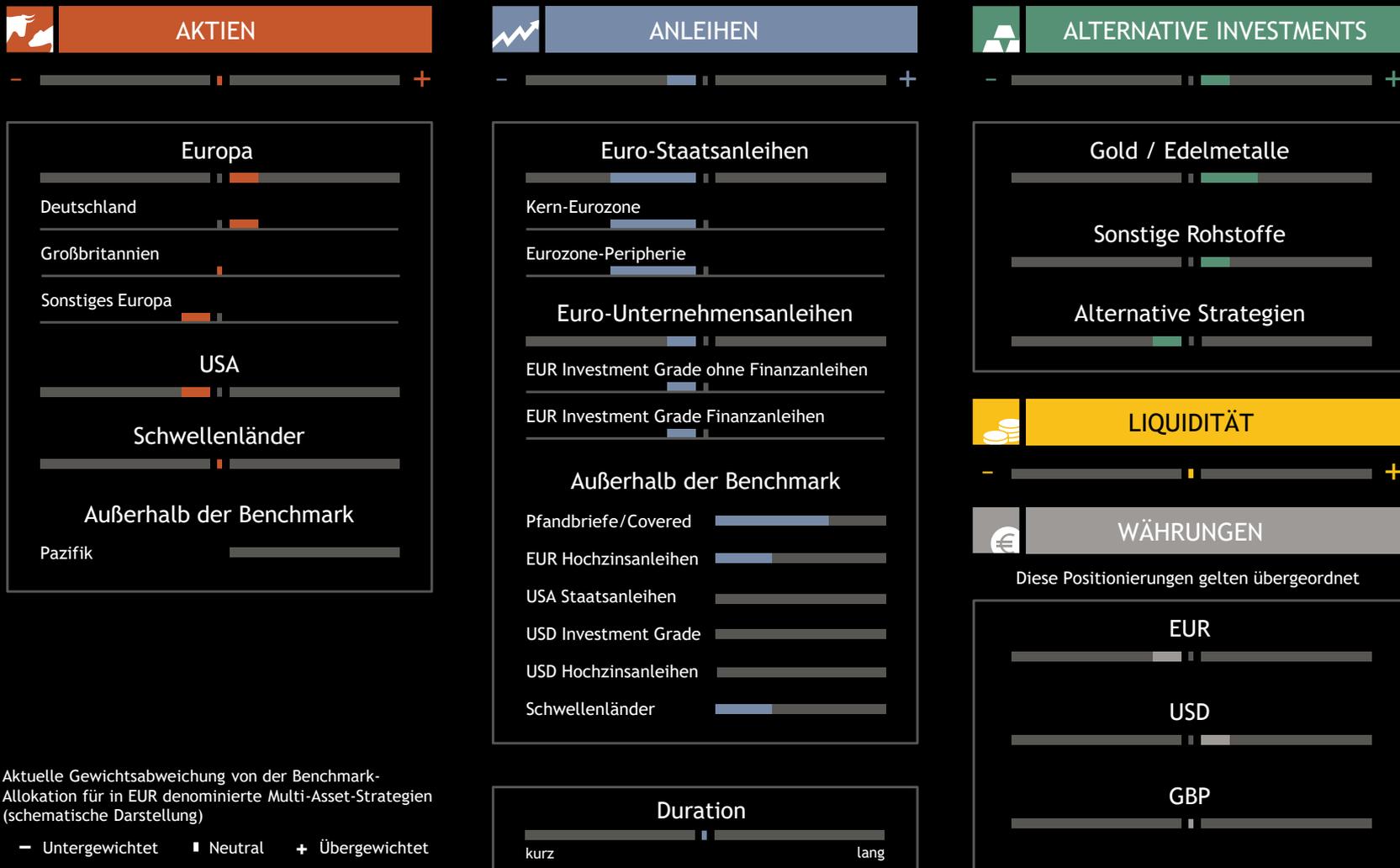
- Trumps Zollchaos lässt den US-Dollar abstürzen.
- Der Euro erwacht aus dem Tiefschlaf.
- Peking nutzt Renminbi, um Schaden aus Handelskrieg abzuwenden.



# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

### Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



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

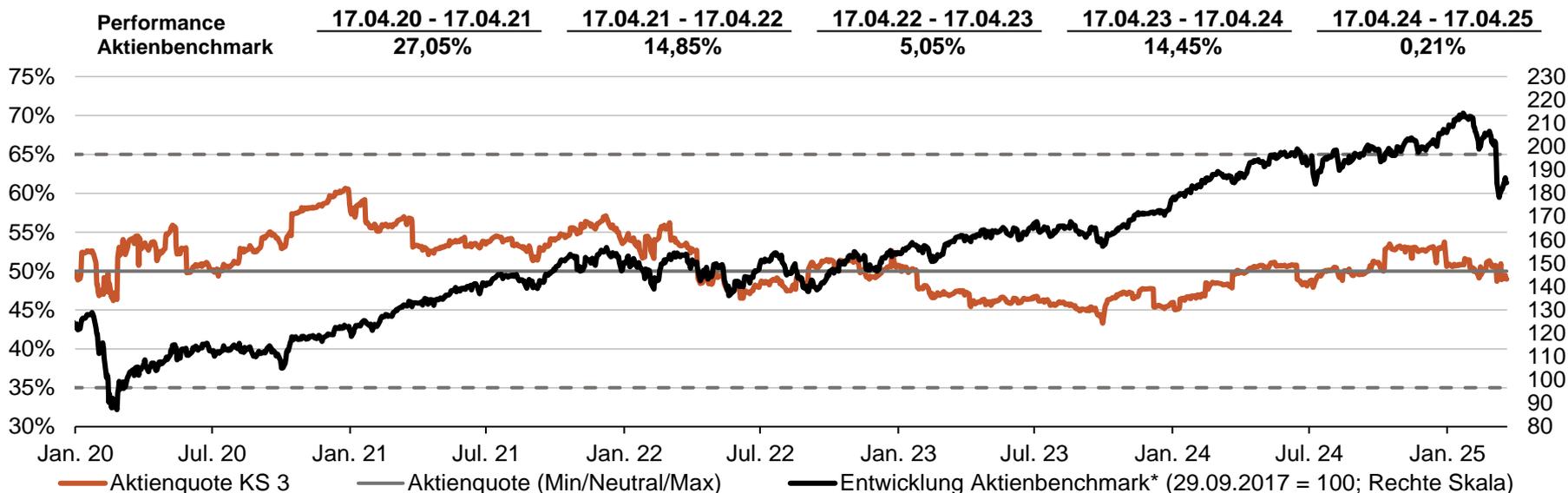
# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Rückblick für die Kernstrategie 3



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage

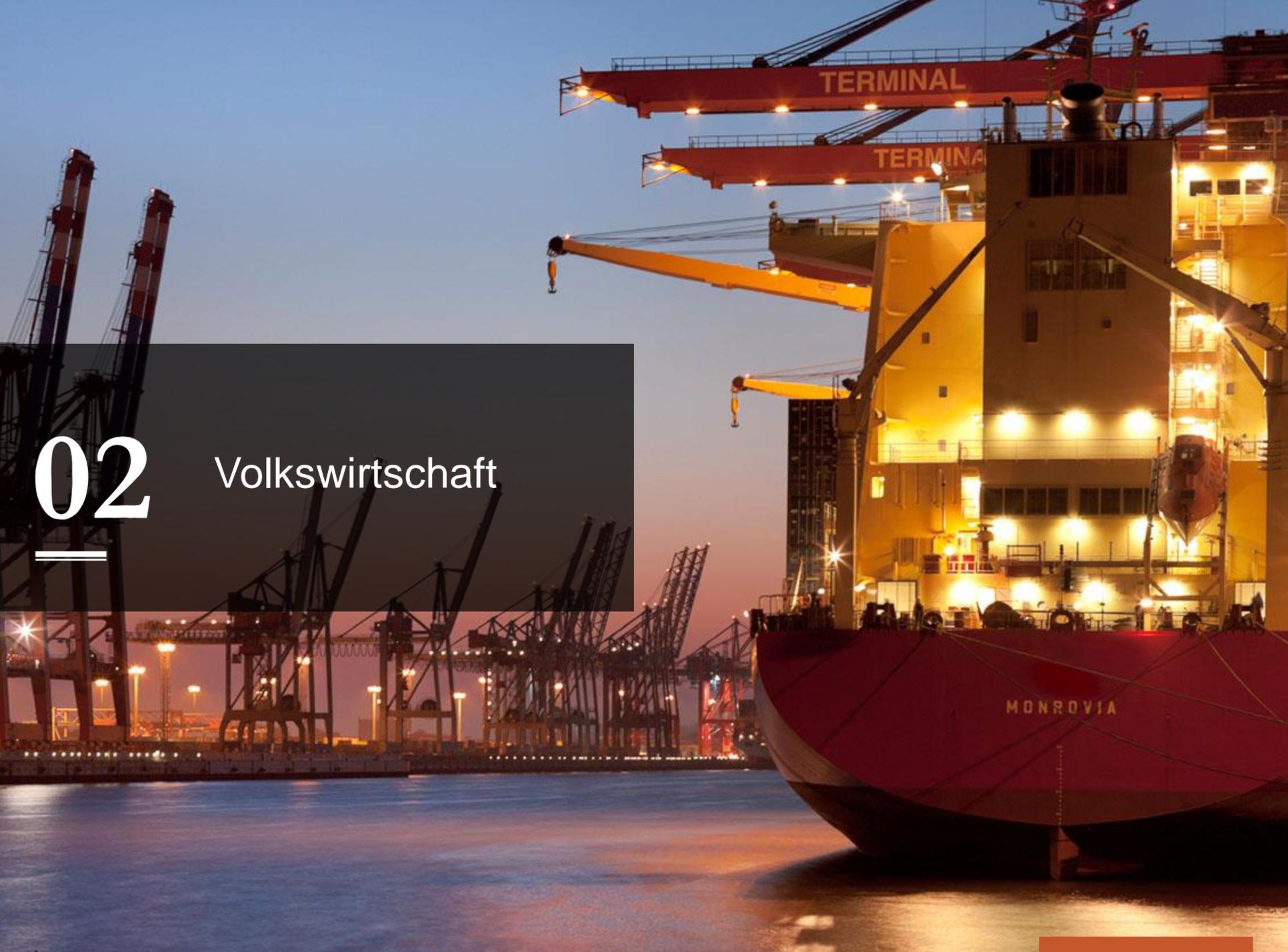


Zeitraum: 17.04.2020 – 17.04.2025

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.

- Wir haben die hohe Volatilität an den Finanzmärkten seit Trumps Zollhammer am „Liberation Day“ Anfang April genutzt, um das Portfolio aktiv zu bespielen. So haben wir beispielsweise die Börsenpanik am 7. April genutzt, um taktisch das Aktiengewicht in Europa und den USA hochzufahren. Nachdem sich die Aktienmärkte dann im Zuge der vorgeschlagenen Zollpause deutlich erholt haben, haben wir Gewinne mitgenommen und das Gewicht wieder auf neutral zurückgefahren.
- Zudem haben wir unser großes Goldübergewicht, welches aufgrund der starken Performance dieses Jahr noch weiter angewachsen ist, leicht rebalanciert, nachdem Gold erstmalig die Marke von 3.500 USD pro Unze geknackt hatte. Wir rechnen auch in den nächsten Wochen mit einer erhöhten Volatilität, mit entsprechenden Opportunitäten für aktive Manager.



02

Volkswirtschaft

# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

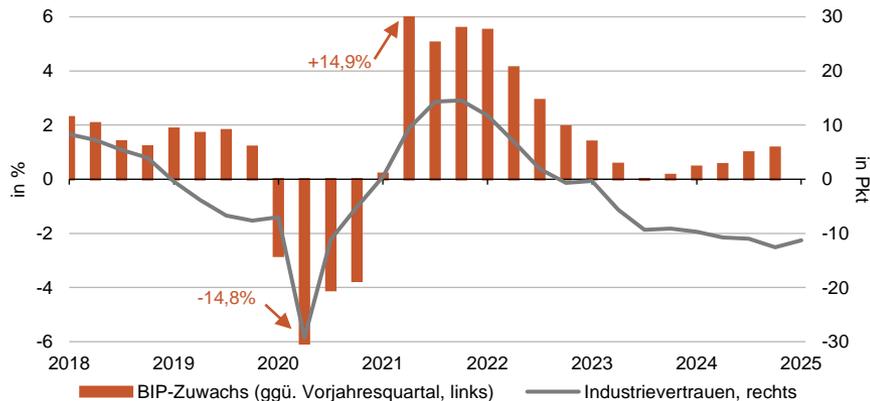


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Trump bedroht den Konjunkturaufschwung

- Steigende Reallöhne, Leitzinssenkungen und eine geplante Ausweitung der Staatsausgaben (insbesondere im Verteidigungsbereich) sorgen für konjunkturellen Rückenwind im Euroraum.
- Die US-Strafzölle hingegen stellen eine unmittelbare Bedrohung für die wirtschaftliche Erholung dar. Unsere aktuellen Prognosen basieren auf der Annahme, dass die US-Zölle durch Verhandlungen zumindest teilweise begrenzt werden. Sollte dies nicht gelingen, würden wir unsere Prognosen für das BIP-Wachstum im Euroraum in den Jahren 2025 und 2026 um insgesamt etwa 0,2 bis 0,3 Pp. nach unten revidieren.

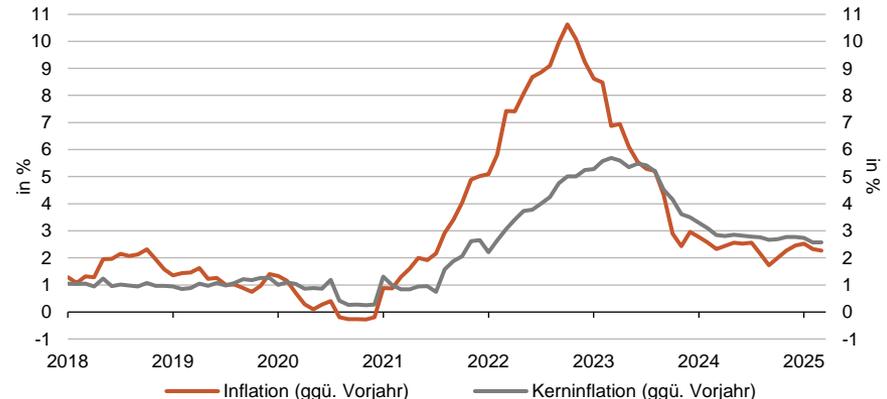
### Konjunkturbelebung für den Sommer erwartet



### EZB bereitet sich auf Auswirkungen der Zölle vor

- In der Aprilsitzung senkte die EZB den Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 2,25 %. Darüber hinaus versucht die EZB, sich alle Optionen offen zu halten, betont aber die Gefahren von US-Zöllen für das Wachstum in der Eurozone.
- Wir gehen davon aus, dass der Zollstreit mit den USA den Inflationsdruck in der Eurozone eher dämpfen als erhöhen wird. Der Ölpreis ist gesunken, der starke Euro verbilligt Importe und chinesische Waren, die aufgrund der hohen US-Zölle nach Europa umgelenkt werden, und drücken auf die Preise in der Eurozone. Wir rechnen daher mit einer weiteren Senkung des Einlagensatzes am 5. Juni auf 2,00 %.

### Schritt für Schritt Richtung 2 %



# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung

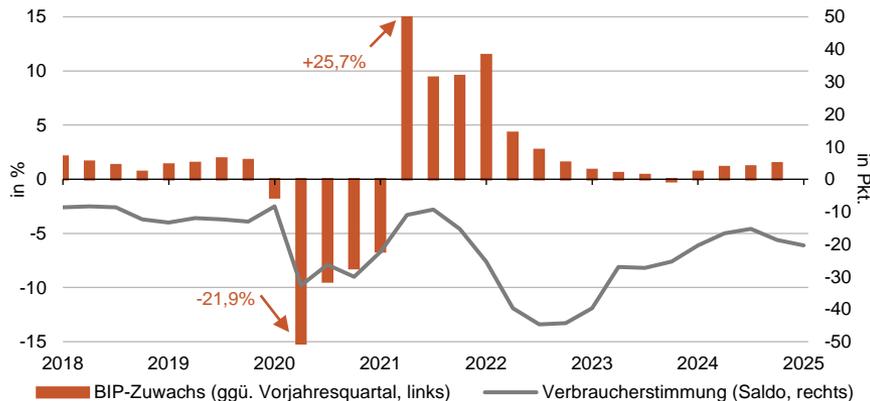


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Zollshock wird Aufschwung nicht gefährden

- Die britische Wirtschaft ist im Februar überraschend um 0,5 % gegenüber dem Vormonat gewachsen. Insbesondere der Dienstleistungssektor verzeichnete einen guten Monat, was darauf hindeutet, dass die Verbraucher beginnen, ihre Reallohngehälter der letzten Monate auszugeben.
- Wir gehen davon aus, dass das BIP im Durchschnitt in 2025 mit soliden Raten expandieren wird. Während die US-Zölle mit 10 % gering ausgefallen sind und die USA als Absatzmarkt für Großbritannien keine entscheidende Rolle spielen, stützen höhere Staatsausgaben, Reallohnzuwächse der Verbraucher und sinkende Leitzinsen die Wirtschaft.

### Warten auf den Aufschwung



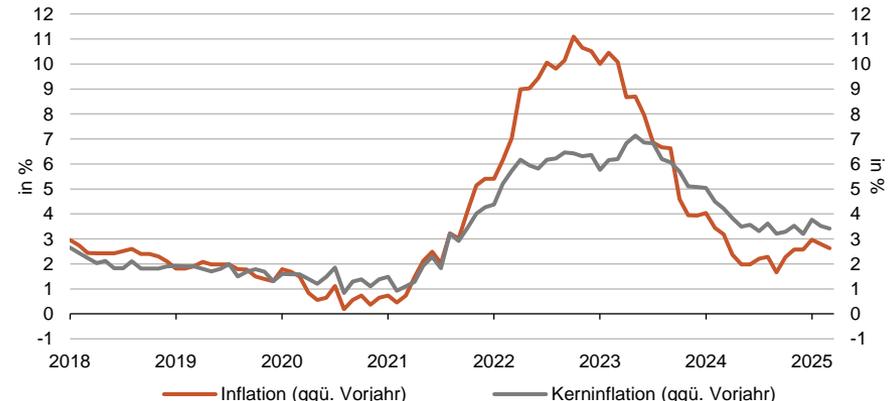
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### Niedrigere Märzinfation gibt der BoE mehr Spielraum

- Die Verbraucherpreise stiegen im März im Jahresvergleich nur noch um 2,6 %, nach 2,8 % im Februar. Im Dienstleistungssektor sank die Inflationsrate von 5,0 % auf 4,7 %. Damit fiel die Inflation geringer aus als allgemein erwartet. Die BoE wird aller Voraussicht nach am 8. Mai den Leitzins auf 4,25 % senken.
- Die Anstiege bei Mindestlohn und Abgaben dürften Lohn- und Preisdruck im Dienstleistungssektor hoch halten. Wir rechnen daher damit, dass die BoE mit einem finalen Zinsschritt auf 4,0 % bis 2026 warten wird. Die unerwartet niedrige Inflation im März erhöht jedoch die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Zinsschritts bereits in diesem Jahr.

### Inflation sinkt, bleibt aber zu hoch



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025



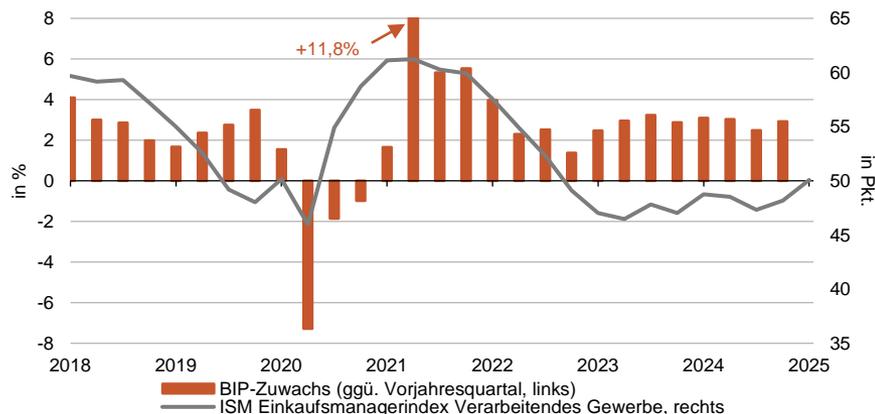
# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

### Trump schwingt die globale Zollkeule

- Die US-Zölle wirken wie eine Steuer auf Verbraucher, indem sie die Preise erhöhen und die Kaufkraft der Konsumenten verringern. Dieser konjunkturdämpfende Effekt dürfte jedoch durch die von Präsident Trump geplante Rückgabe der Zolleinnahmen an die Verbraucher in Form von Steuersenkungen zumindest teilweise ausgeglichen werden. Wir rechnen deshalb damit, dass in den USA kurzfristig der Preiseffekt stärker sein wird als der Konjunkturreffekt.
- Die protektionistische Handelspolitik Trumps in Verbindung mit einer restriktiven Einwanderungspolitik wird zu einem geringeren Trendwachstum in den USA führen.

### US-Wachstum wird sich abschwächen



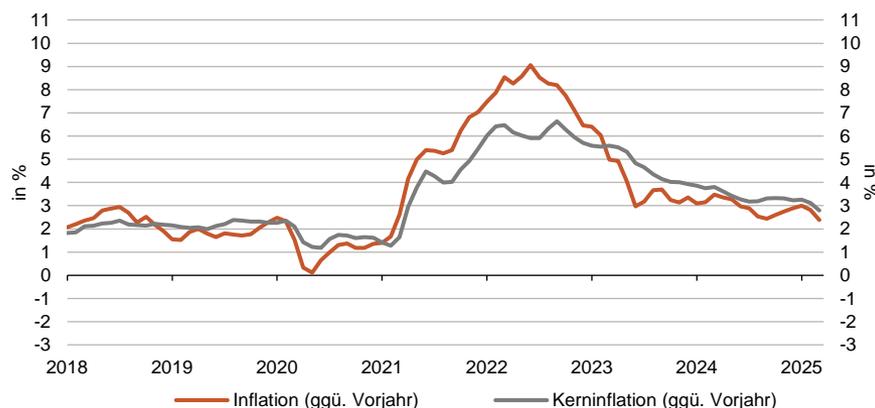
Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

### Zölle erschweren die Arbeit der Fed

- Unternehmen werden die höheren Einfuhrzölle voraussichtlich zu einem großen Teil an die US-Konsumenten weitergeben. Dies dürfte dazu führen, dass die zuletzt bei rund 3 % seitwärts tendierende und für die Fed immer noch zu hohe Kerninflation in den USA in den kommenden Monaten nicht weiter sinken oder sogar wieder steigen wird.
- Dies wird es der US-Notenbank deutlich erschweren, den Leitzins weiter abzusenken. Sollte Trump die Zölle nicht nachhaltig wieder senken, könnte sie möglicherweise sogar gezwungen sein, später im Jahr ihren Leitzins wieder etwas anzuheben.

### Kaum Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

# 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	1,7	1,7	1,6	1,9	3,0	2,9	3,2	3,0	2,7	2,7
Eurozone	0,8	0,7	0,9	0,8	1,5	1,2	2,4	2,4	2,0	2,2	2,3	1,9
Deutschland	-0,2	-0,2	0,1	0,1	1,3	1,3	2,5	2,5	2,2	2,3	2,4	2,1
Frankreich	1,1	1,1	0,4	0,5	0,9	0,9	2,3	2,3	0,8	1,1	1,9	1,7
Italien	0,5	0,5	0,7	0,5	1,2	0,8	1,1	1,1	2,2	1,9	2,3	1,7
Spanien	3,2	3,2	2,4	2,5	2,3	1,8	2,9	2,9	2,5	2,4	2,2	2,0
Großbritannien	1,1	0,9	1,1	0,9	1,3	1,2	2,5	2,5	3,4	3,1	2,8	2,3
Japan	0,1	0,1	1,1	1,0	1,0	0,8	2,7	2,7	2,6	2,7	1,7	1,9
China	5,0	5,0	4,2	4,5	3,7	4,2	0,2	0,2	0,6	0,5	1,4	1,2
Welt*	2,6	-	2,3	-	2,3	-	-	-	-	-	-	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.04.2025

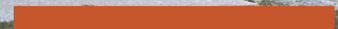
\* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

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



03

Aktien



# Marktentwicklung

## "America First" drängt US-Märkte auf die hinteren Plätze

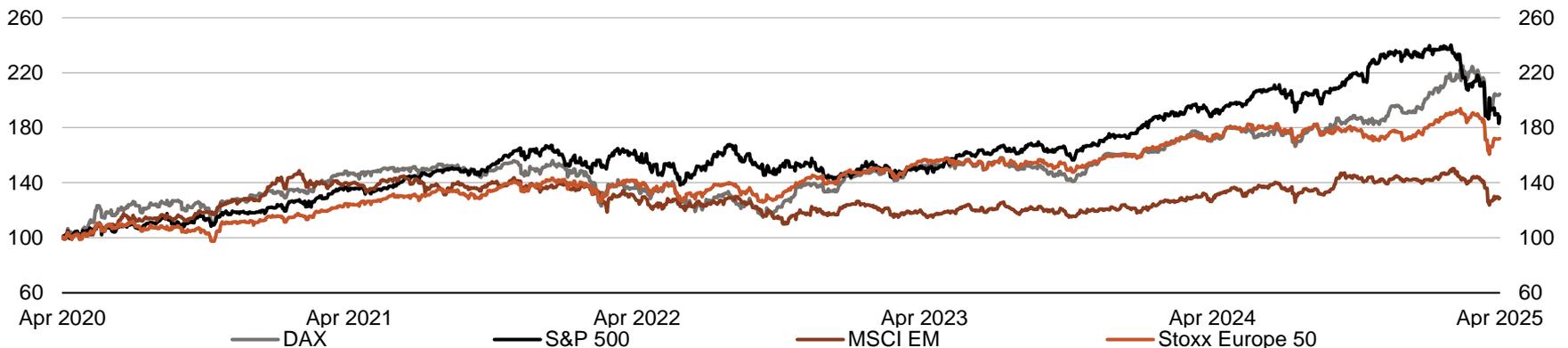


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Breiter Abverkauf im April

- Der April war aufgrund der erratischen Zollpolitik von Donald Trump von einer historisch hohen Volatilität geprägt. Die US-Aktienmärkte verzeichneten zu Beginn des Monats einen starken Rückgang, der durch den Abverkauf nach Trumps Ankündigung von Zöllen am 2. April, dem sogenannten „Liberation Day“, ausgelöst wurde. Der S&P 500 verzeichnete die schlechteste zweitägige Performance seit der Corona-Pandemie. Für den Nasdaq und den Russell 2000 war es ebenfalls die schlechteste Woche seit der Pandemie. Mitte des Monats kam es zu einer kurzen Erholung an den Aktienmärkten, nachdem Trump eine 90-tägige Pause bei den Zöllen gegen Länder angekündigt hatte, die keine Gegenmaßnahmen ergriffen und sich um Verhandlungslösungen bemüht hatten. Die Erholung war jedoch nur von kurzer Dauer: Eskalierende Spannungen mit China (angekündigte Zollerhöhungen auf 245 %) sowie Druck aus dem Weißen Haus auf die US-Notenbank und Fed-Chef Jerome Powell belasteten die Kurse.
- Ausblickend bleibt die Zollpolitik von Trump der größte Unsicherheitsfaktor. Die Wahrscheinlichkeit einer (leichten) Rezession in den USA ist in den letzten Wochen weiter gestiegen. Die Gewinnerwartungen und Bewertungen bleiben ambitioniert, so dass pessimistische Konjunkturdaten oder Unternehmensausblicke zu einer Fortsetzung des Abverkaufs führen könnten. Antizyklisches Handeln bleibt geboten.

### Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 22.04.2020 – 22.04.2025

# Unternehmensgewinne

## Zollauswirkungen im Fokus der Berichtssaison



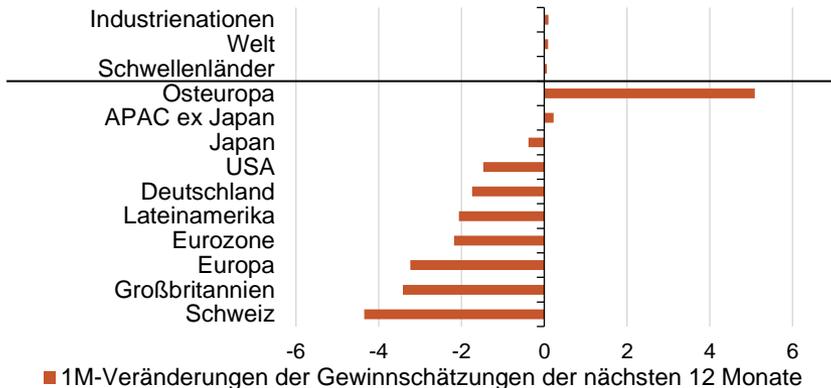
### Enttäuschender Start in die Berichtssaison

- Der Start der Berichtssaison für das erste Quartal 2025 verlief für die bisher berichtenden Unternehmen des S&P 500 enttäuschend. Nur 49 % der Unternehmen übertrafen die Gewinnerwartungen, und die konservativen Prognosen führten zu Abwärtsrevisionen der Gewinnschätzungen. Insgesamt lagen die Gewinnüberraschungen unter dem 1- und 5-Jahres-Durchschnitt von 77 % der Frühbericht-erstatte.
- Ein Lichtblick waren die Finanzwerte (67 % übertrafen die Konsensschätzungen), die vor allem aufgrund der nach wie vor soliden Bilanzen und der zunehmenden Aktienrückkäufe für positive Gewinnüberraschungen sorgten.

### Unternehmensausblicke im Anlegerblick

- Angesichts der Zollunsicherheiten liegt der Fokus in der laufenden Berichtssaison weiterhin auf den Unternehmensausblicken.
- Dies zeigt sich auch in der divergierenden Kursentwicklung der Unternehmen, je nach Höhe des Auslandsumsatzes. Aufgrund der Unsicherheit über die möglichen Zoll- und Wechselkursrisiken ist in der aktuellen Berichtssaison bisher eine deutliche Underperformance von S&P 500-Unternehmen mit hohen Auslandsumsätzen zu beobachten, während Unternehmen mit hohen Inlandsumsätzen eine Outperformance gegenüber dem breiten Index erzielen konnten.

### Negative Gewinnrevisionen für die USA und Europa



Quelle: FactSet

Stand: 23.04.2025

### Unternehmen mit hohen Auslandsumsätzen underperforieren

#### Entwicklung der S&P 500-Unternehmen nach den Q1-2025-Ergebnissen

Auslandsumsatz in % des Gesamtumsatzes	1 Tag Absolute Performance	1 Tag Relative Performance
> 25 %	-1,56 %	-1,48 %
< 25 %	-0,08 %	0,32 %

Quelle: Morgan Stanley

Stand: 17.04.2025

# Performance und Bewertung

## Kann der (US-)Abverkauf anhalten?



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

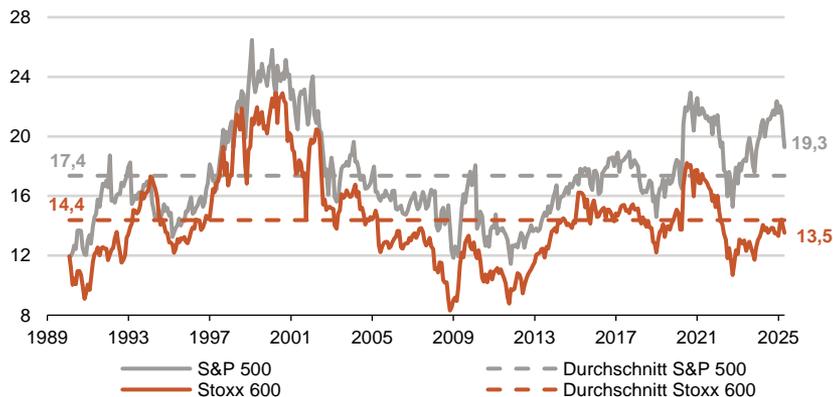
### Europäische Aktien weiterhin attraktiv bewertet

- Mit den aktuellen Zweifeln am US-Exzeptionalismus wurde die Indexentwicklung des S&P 500 zuletzt durch eine deutliche Bewertungseinengung belastet. Zuvor war die Outperformance der US-Aktien in den letzten Monaten vor allem durch eine Bewertungsexpansion getrieben.
- Mit dem Rückgang der US-Aktienmärkte hat sich zuletzt das Kurs-Gewinn-Verhältnis von US-Aktien deutlich verringert. Mit einem KGV von 19,3x liegt die Bewertung aber immer noch deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von rund 17x. Auch europäische Aktien sind zuletzt wieder günstiger geworden. Anders als in den USA liegt das KGV hier sogar unter dem historischen Durchschnitt.

### Antizyklisches Handeln präferiert

- Ob sich der Abverkauf – insbesondere bei US-Aktien – fortsetzt, dürfte weiterhin von der Entwicklung der Handelspolitik Trumps, den Unternehmensausblicken und der Fed-Politik abhängen. Zwar ist die Wachstumsschwäche in den USA zumindest teilweise eingepreist, die Gewinnerwartungen und Bewertungen sind aber trotz der jüngsten Korrekturen immer noch ambitioniert. Sollten Konjunkturdaten und Unternehmensausblicke enttäuschen, könnte sich der Abverkauf fortsetzen. In jedem Fall dürfte die Volatilität aufgrund der großen makroökonomischen Verschiebungen und des Temperaments von Trump hoch bleiben und antizyklische Chancen bieten.

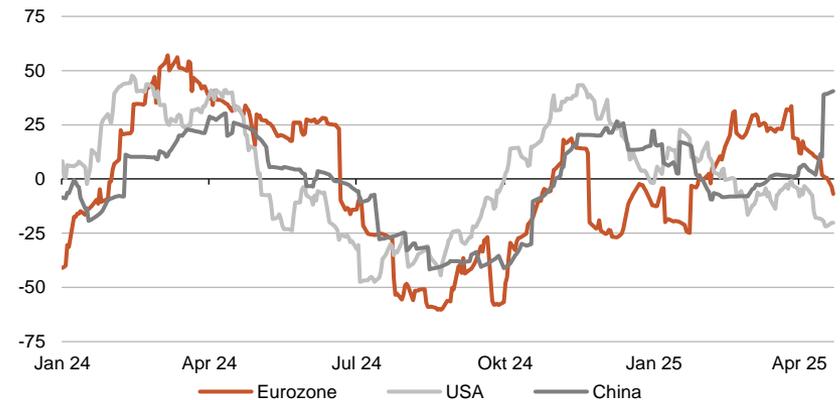
### Starke Bewertungsdifferenz zwischen USA und Europa



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 22.04.2025

### Konjunkturdaten in den USA enttäuschen weiterhin



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

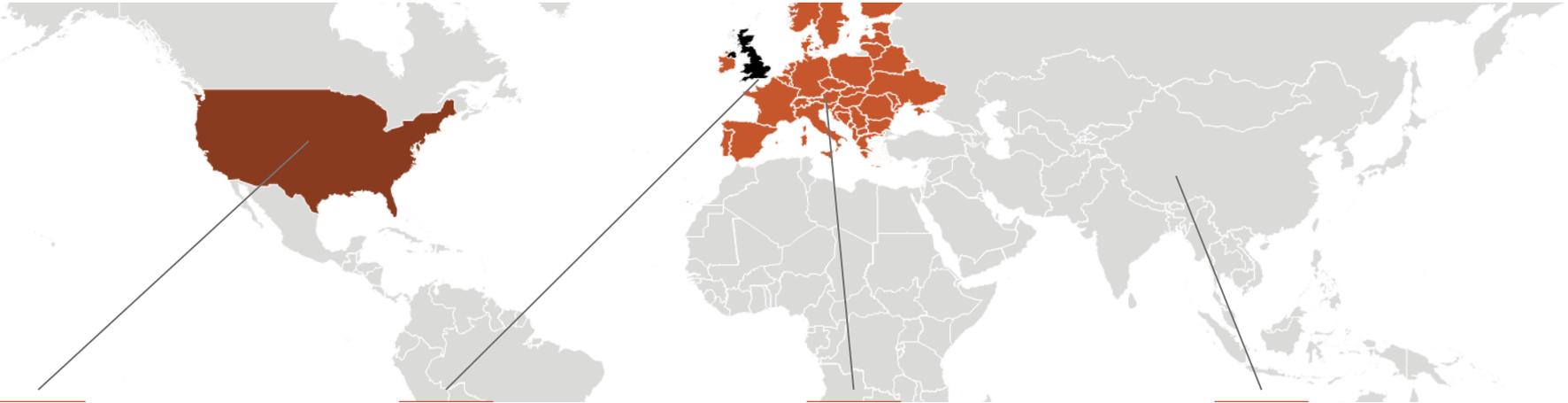
Zeitraum: 01.01.2024 – 22.04.2025

# Aktien Allokation

## Regional neutrale Positionierung präferiert


**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590



### USA

#### Leicht untergewichtet

- 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 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

#### Leicht übergewichtet

- 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

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	22.04.2025	31.12.2025	30.06.2026	in 12 Monaten
S&P 500	5.288	6.000	6.400	6.602
DAX	21.294	24.000	26.000	25.179
Euro Stoxx 50	4.961	5.700	6.000	5.892
MSCI Großbritannien	2.381	2.600	2.750	2.827
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	13,5	21,0	24,9
DAX	-	12,7	22,1	18,2
Euro Stoxx 50	-	14,9	20,9	18,8
MSCI Großbritannien	-	9,2	15,5	18,7

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.04.2025

\*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

# 04

## Anleihen



# Staatsanleihen

## Unsicherer US-Hafen?

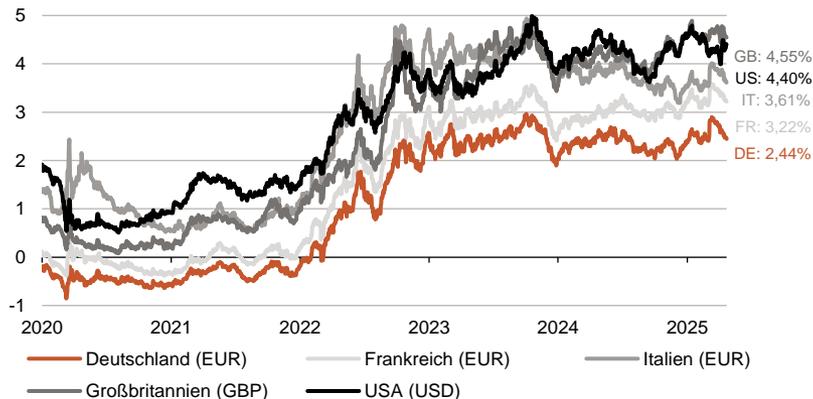


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Trumps Zollpolitik gefährdet das Vertrauen der Investoren

- Die sehr erratische Zollpolitik von Donald Trump seit dem "Liberation Day" am 2. April lässt das Vertrauen der Anleger in den US-Dollar und in US-Staatsanleihen als sicheren Hafen zunehmend schwinden. Neben den Marktturbulenzen der letzten Wochen, die unter anderem zu Basistrade-Auflösungen und damit zu einem Anstieg der US-Renditen führten, erhöhen die Zölle weiterhin die Inflationsrisiken und erschweren damit das Zinssenkungsmanöver der Fed.
- Neben der kaum vorhersehbaren Zollpolitik übte Donald Trump weiterhin Druck auf den Fed-Vorsitzenden Jerome Powell aus und brachte eine mögliche Entlassung ins Spiel, was die Unabhängigkeit der Fed in Frage stellen und die Anleger in US-Anleihen weiter verunsichern dürfte.

### 10-jährige US-Rendite (%) zuletzt steigend



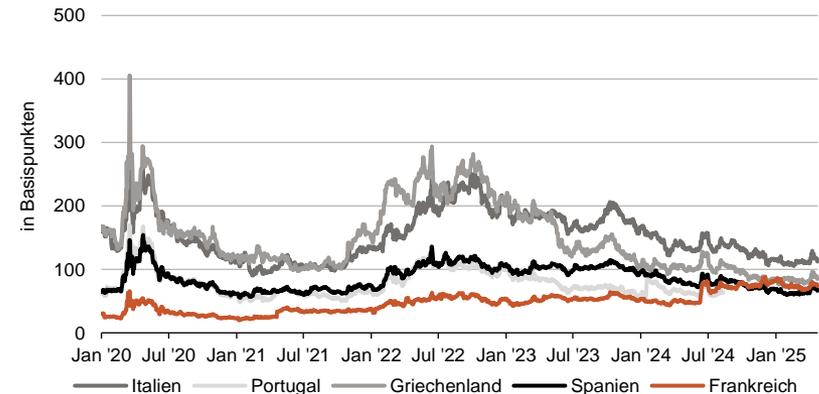
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2020–22.04.2025

### EZB bleibt auf vorsichtigem Zinssenkungskurs

- Wie erwartet senkte der EZB-Rat nach der regulären Sitzung im April den Leitzins um 25 Basispunkte. EZB-Präsidentin Christine Lagarde räumte ein, dass die meisten Inflationsindikatoren auf eine Rückkehr zu einer Inflationsrate von 2 % hindeuten und dass sich die Wachstumsaussichten für den Euroraum aufgrund der zunehmenden Handelsspannungen verschlechtert hätten.
- Trotz der Abwärtsrisiken für die Inflation durch die Aufwertung des Euros, niedrigere Rohstoffpreise und das Potenzial für Handelsumlenkungen seien die Auswirkungen der Handelsspannungen auf die Inflation „nicht ganz klar“ und würden sich erst mit der Zeit zeigen.

### Spreads der Euro-Peripherieländer zuletzt rückläufig



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Zeitraum: 01.01.2020–22.04.2025

# Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

## Trumps Zollpolitik hält Europa und Schwellenländer in Atem

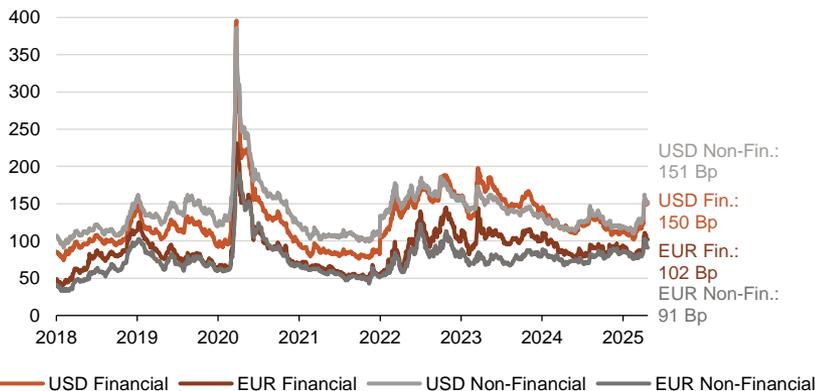


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Unternehmensanleihen: Spreads und Abflüsse höher

- Europäische Unternehmensanleihen standen im April weiter unter Druck. Die Ankündigung von Donald Trump, am "Liberation Day" hohe Zölle gegen Handelspartner zu verhängen, verstärkte die Sorgen der Anleger über die globale Rezession und damit auch über die Aussichten für europäische Unternehmen. Die Risikoaufschläge für IG-Unternehmensanleihen stiegen auf den höchsten Stand seit Oktober letzten Jahres, während die Spreads von Hochzinsanleihen den höchsten Stand seit August letzten Jahres erreichten.
- Die Verunsicherung der Anleger spiegelte sich in hohen Mittelabflüssen sowohl im IG- als auch im Hochzinsanleihensegment wider, wobei die kumulierten Zuflüsse in beiden Segmenten mittlerweile negativ sind.

### Höhere Spreads durch globalen US-Zollkrieg



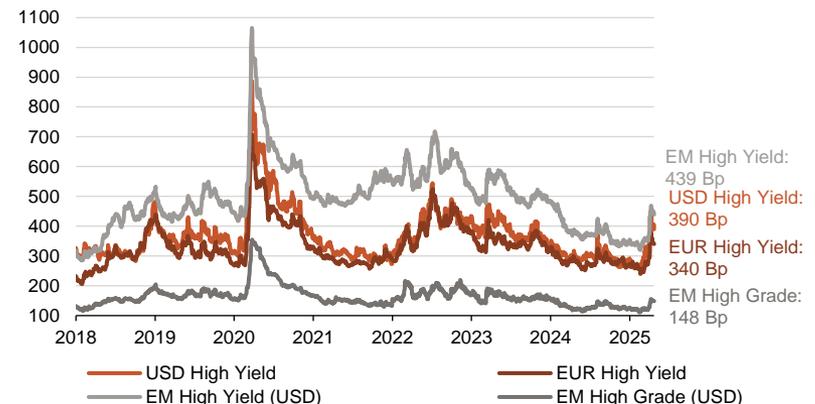
Quelle: Factset, eigene Berechnungen.

Zeitraum: 01.01.2018-22.04.2025

### Schwellenländeranleihen: Rezessionsrisiken belasten

- Die Märkte für Schwellenländeranleihen stehen im Zeichen der Unsicherheit über die protektionistischen Maßnahmen der neuen US-Regierung und der damit verbundenen steigenden Risiken einer globalen Rezession. Die Risikoaufschläge weiteten sich im April sowohl bei Staats- als auch bei Unternehmensanleihen aus Schwellenländern aus und erreichten die höchsten Werte seit Mitte letzten Jahres.
- Eine stärkere Konjunktur in China war bisher immer ein Segen für die Weltwirtschaft – insbesondere für die Schwellenländer. Die weitere konjunkturelle Entwicklung Chinas und damit ein potenzieller Rückenwind für die Schwellenländer-Anlageklassen hängt stark von den Handelsgesprächen mit Donald Trump ab.

### Rezessionsängste treiben die EM-Spreads in die Höhe



Quelle: Factset, eigene Berechnungen.

Zeitraum: 01.01.2018-22.04.2025

# 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

- Nach der jüngsten Ausweitung der Risikoaufschläge sowohl im High-Yield- als auch im IG-Segment ist die Attraktivität beider Segmente im historischen Vergleich marginal gestiegen. In unserem Basisszenario dürften sich die Spreads aber kaum weiter ausweiten, so dass Unternehmensanleihen hoher Qualität attraktiver bleiben als Staatsanleihen.
- Bei der Sektorauswahl konzentrieren wir uns auf defensive Branchen und meiden zyklische Sektoren. Zudem gewichten wir Anleihen von exportorientierten Unternehmen unter. Im Bereich der Hochzinsanleihen sehen wir derzeit noch selektiv Chancen.



### 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. Auch die jüngste Spreadausweitung hat die Attraktivität des Segments im historischen Vergleich leicht erhöht.
- Katastrophenanleihen sowie Hochzinsanleihefonds mit defensiverem Profil halten wir weiterhin für attraktiv.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	22.04.2025	31.12.2025		30.06.2026	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
<b>USA</b>					
Leitzins	4,25-4,50	4,25-4,50	4,05	4,25-4,50	3,70
10J US-Rendite	4,40	4,80	4,23	4,90	4,16
<b>Eurozone</b>					
Leitzins**	2,25	2,00	2,05	2,00	2,10
10J Bund-Rendite	2,44	2,80	2,63	2,90	2,77
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	4,50	4,25	3,75	4,00	3,45
10J Gilts-Rendite	4,54	4,70	4,18	4,70	4,06

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.04.2025

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



05

Rohstoffe

# Rohöl

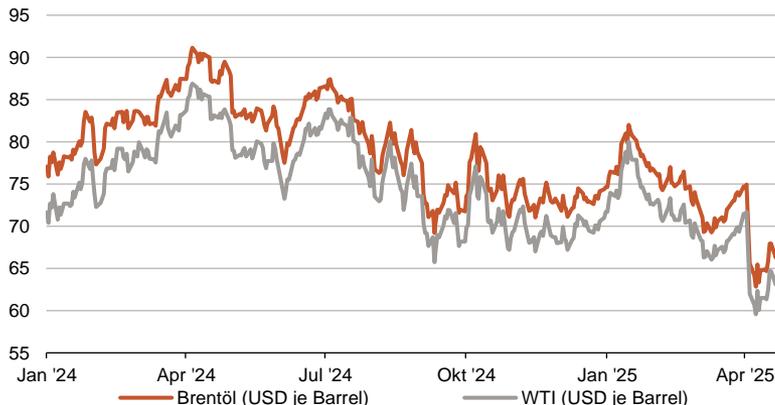
## Ohne Rezession geht es weiter seitwärts



### Viel Volatilität, aber letztlich geht es weiter seitwärts

- Der Ölpreis erlebte Anfang April einen regelrechten Crash. Die Sorte Brent verlor innerhalb von zwei Tagen mehr als 10 %, binnen einer Woche mehr als 15 %. Schuld daran waren gleich zwei Hiobsbotschaften. Auf der Nachfrageseite sorgte Donald Trump mit seinem „Liberation Day“ für erhebliche Konjunktursorgen. Zudem kündigte die OPEC+ am selben Tag völlig überraschend an, die geplante Produktionserhöhung im Mai zu verdreifachen, um nicht konforme Mitgliedsstaaten für zu hohe Fördermengen zu bestrafen. Damit traf eine voraussichtlich schwächere Nachfrage auf ein steigendes Angebot. In den letzten Wochen erholte sich der Ölpreis allerdings wieder und machte rund die Hälfte der Verluste vom Monatsanfang wett. Zum einen ist die Nachfrage bei niedrigen Lagerbeständen bislang noch robust und zum anderen haben die beschuldigten OPEC+-Staaten bereits einen Kompensationsplan vorgelegt.
- An unserem Ausblick hat sich indes nicht viel geändert: Eine Seitwärtsbewegung in einem Korridor von 60 bis 80 USD je Barrel (Brent) scheint weiter wahrscheinlich. Die Entwicklung der Nachfrage ist zwar ungewiss, allerdings dürfte unterhalb von 60 USD je Barrel die Förderung für viele Produzenten zunehmend unprofitabel werden, sodass signifikant niedrigere Preise nur temporär oder im Falle einer (US-)Rezession denkbar sind.

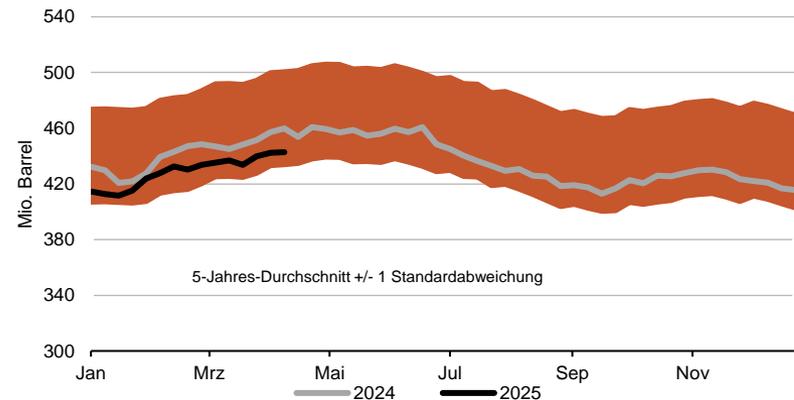
### Rohöl weiter im volatilen Seitwärtstrend



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2024 – 22.04.2025

### US-Lagerbestände (noch) sehr niedrig



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2020 – 23.04.2025

# Edel- und Industriemetalle

## Zollpolitik als Preistreiber: Gold glänzt, Metalle schwächeln



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Gold - von Allzeithoch zu Allzeithoch

- Der Goldpreis scheint unaufhaltbar und erreichte zuletzt erneut ein neues Allzeithoch bei 3.423 USD je Feinunze. Mit einer Performance von rund 30 % (in USD) gehört das Edelmetall einmal mehr zu den besten Anlageklassen seit Jahresanfang.
- Neben der globalen wirtschaftspolitischen Unsicherheit und einer zunehmenden Rezessionswahrscheinlichkeit in den USA trägt auch der zeitgleiche Abverkauf von US-Aktien, US-Staatsanleihen und dem Dollar zur Flucht in den sicheren Hafen bei. Strukturelle Zentralbankkäufe, insbesondere aus Asien, sowie kontinuierlich steigende ETF-Bestände treiben den Preis. Fundamental erscheint das Edelmetall jedoch zunehmend teuer und dürfte zumindest vorübergehend anfälliger für eine Korrektur sein.

### Dollarschwäche unterstützt Goldpreis seit Jahresstart



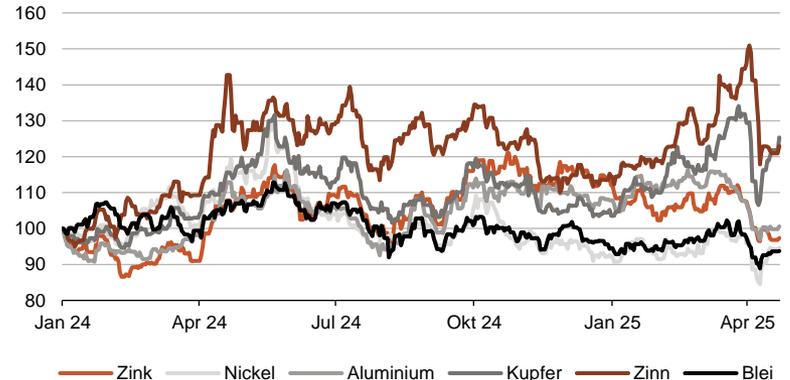
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 15.04.2024-22.04.2025

### Zollpolitik führt zu deutlichem Rücksetzer

- Trumps erhebliche Zollüberraschungen bescherten den Industriemetallen zu Beginn des Monats einen erheblichen Kursrutsch. Kupfer fiel zeitweise sogar um mehr als 15 %. Aber auch der breitere Industriemetallindex verlor seit Ende März mehr als 10 %.
- Die Industriemetallpreise haben sich in der jüngsten Vergangenheit nur selektiv erholt, da die Unsicherheit in Bezug auf die US-Zollpolitik unter Donald Trump weiter besteht. Neben möglichen sektoralen Zöllen werden unter anderem auch Maßnahmen im Bereich kritischer Mineralien geprüft. Trotz steigender Rezessionsängste bleiben die strukturellen Treiber für Industriemetalle jedoch weiterhin intakt.

### Zollüberraschung belastet Industriemetalle



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Zeitraum: 01.01.2024-22.04.2025



# 06

## Währungen

# Marktentwicklung

## Geld & Währung

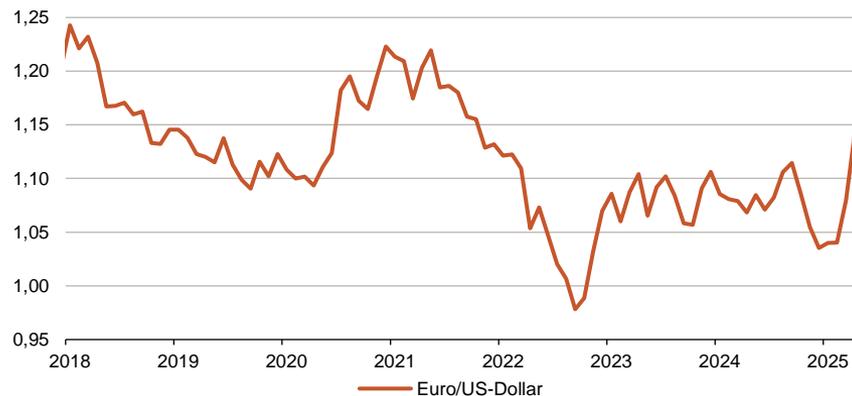


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Trump-Zölle lassen US-Dollar abstürzen

- Nach der Ankündigung des US-Zollpakets hat der Dollar stark an Wert verloren. Der Devisenmarkt scheint sich zunehmend die Frage zu stellen, mit wie vielen Verbündeten und Handelspartnern sich Präsident Trump gleichzeitig anlegen kann, ohne dass auch die US-Wirtschaft mittelfristig Schaden nimmt.
- Der Dollar bleibt die globale Leitwährung, aber sein Status leidet, wenn die Anleger das Vertrauen in die Rationalität der US-Politik verlieren und sich Sorgen über ein langsames Trendwachstum bei gleichzeitig steigenden Haushaltsdefiziten machen. Sollte Trump weiterhin eine Politik verfolgen, die den USA schadet, könnte der Dollar noch weiter an Boden verlieren.

### Euro erwacht aus dem Tiefschlaf



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

### Peking erlaubt dem Renminbi, etwas abzuwerten

- Der Handelskrieg zwischen den USA und China eskaliert und treibt die gegenseitigen Zölle Schritt für Schritt in schwindelerregende Höhen. Ein schwächerer Renminbi würde den chinesischen Exporteuren helfen, doch bislang hatte Peking den Wechselkurs stabil gehalten, um Washington nicht zu verärgern.
- Zuletzt scheint jedoch eine gewisse Abwertung des Renminbi zugelassen worden zu sein. Sollte sich der Handelskonflikt zwischen den USA und China nicht entspannen, könnte der Renminbi gegenüber dem US-Dollar und dem Euro weiter abwerten.

### Handelskonflikt lässt Renminbi schwächeln



Quelle: Haver

Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

# Prognosen

## Einschätzungen der wichtigsten Währungen

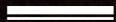
Wechselkursprognosen	22.04.2025	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,14	1,14	1,11	1,16	-
EUR/GBP	0,86	0,85	0,84	0,86	-
EUR/CHF	0,94	0,95	0,96	0,95	-
EUR/JPY	162	160	159	159	-
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
USD	-	0,2	2,9	-1,5	-
GBP	-	0,8	2,0	-0,4	-
CHF	-	-1,5	-2,6	-1,5	-
JPY	-	1,1	2,0	1,7	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.04.2025

\*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**  
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](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)