



Horizonte Handout

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Juni 2025

BERENBERG

Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar/ ein Online-Glossar zur Verfügung. Das in dieser Unterlage verwendete Bildmaterial dient ausschließlich zu illustrativen Zwecken. Es stellt keinen Bezug zu spezifischen Produkten, Dienstleistungen, Personen oder tatsächlichen Situationen her und ist nicht als Grundlage für Entscheidungen oder Handlungen zu verstehen.

Datum 28.05.2025

Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Gold-Übergewicht wieder ausgebaut	4
02	Volkswirtschaft Im Zollstreit sind weiterhin alle Augen auf das Weiße Haus gerichtet	9
03	Aktien (US-)Aktienmärkte bis Sommer mit etwas Potenzial	14
04	Anleihen Trumps Steuerpläne sowie das Downgrade durch Moody's belasten langlaufende Staatsanleihen	20
05	Rohstoffe Öl mit wenig Aufwärtsfantasie, Gold glänzt weiter, Kupfer profitiert von knappem Angebot	25
06	Währungen Die Dollarschwäche ist gekommen, um zu bleiben	28



01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
		■ 4W (28.04.25 - 26.05.25) ■ YTD (31.12.24 - 26.05.25)	26.05.24	26.05.23	26.05.22	26.05.21	26.05.20
			26.05.25	26.05.24	26.05.23	26.05.22	26.05.21
Aktien Emerging Markets	-0,1	6,7	5,5	13,0	-2,3	-11,7	33,9
Aktien Frontier Markets		5,9	11,5	14,3	-9,7	1,2	26,1
Aktien Industrienationen	-5,8	5,6	6,5	22,9	4,7	6,9	28,3
Globale Wandelanleihen	-6,9	3,3	5,3	7,1	-2,1	-7,6	34,0
Industriemetalle	-4,6	1,0	-12,0	20,2	-19,2	34,1	44,2
REITs	-8,0	0,8	2,9	2,5	-18,3	12,5	14,6
Gold		0,3	36,5	18,6	5,2	10,9	-0,1
USD/EUR-Wechselkurs	-9,1	15,9	-4,7	-1,1	0,1	13,6	-9,9
Brent	-17,1	0,3	-14,8	17,9	-18,4	122,6	62,2
Euro-Übernachteinlage		0,2	3,2	3,9	1,2	-0,6	-0,5
EUR Unternehmensanleihen		1,0	5,9	6,5	-4,5	-9,1	5,2
EUR Staatsanleihen		0,1	5,3	3,5	-5,6	-5,9	1,1
		1,2					
		0,1					
		1,5					

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

Zeitraum: 26.05.2020 – 26.05.2025

Quellen: Bloomberg, Berenberg

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

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

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

Kapitalmarkt kompakt



Volkswirtschaft

Im Handelsstreit erhöht Trump den Druck auf die Europäische Union. Ein Handelsabkommen im Sommer scheint jedoch wahrscheinlich.

Wirtschaft in Großbritannien stabil. Inflationsdruck verhindert weitere Zinssenkungen der Bank of England.

Die US-Konjunktur ist bisher noch robust. In den kommenden Monaten wird das Wachstum jedoch voraussichtlich deutlich an Schwung verlieren.



Aktien

Globale Aktien mit deutlicher Erholung im Mai.

US-Berichtssaison überraschte positiv, Gewinnerwartungen aber weiter reduziert. Einengung der Bewertungsdifferenz von US- und europäischen Aktien.

Aktienrückkäufe und Käufe unterinvestierter Anleger dürften (US-)Aktien bis zum Sommer stützen. Ab Sommer dürfte die Volatilität mit weniger Liquidität und mit wohl schwächeren Makrodaten steigen.



Anleihen

Trumps Steuerpläne dürften das US-Defizit erhöhen und lasten auf langlaufenden Staatsanleiherenditen.

Eine schwache Auktion langlaufender US-Anleihen sowie eine Herabstufung durch Moody's belasten zusätzlich.

Schwellenländeranleihen können sich nach dem Rücksetzer im April wieder erholen – Spreads engen sich folglich weiter ein.



Alternative Investments / Rohstoffe

OPEC+ weitet Angebot signifikant aus. US-Schieferölproduzenten dürften Leidtragende sein. Preispotenzial bei verhaltener Nachfrage limitiert.

Gold bleibt hoch im Kurs im Umfeld handelspolitischer Spannungen und fiskalischer Exzesse.

Industriemetalle nicht nur makroökonomisch, sondern auch stark idiosynkratische getrieben.



Währungen

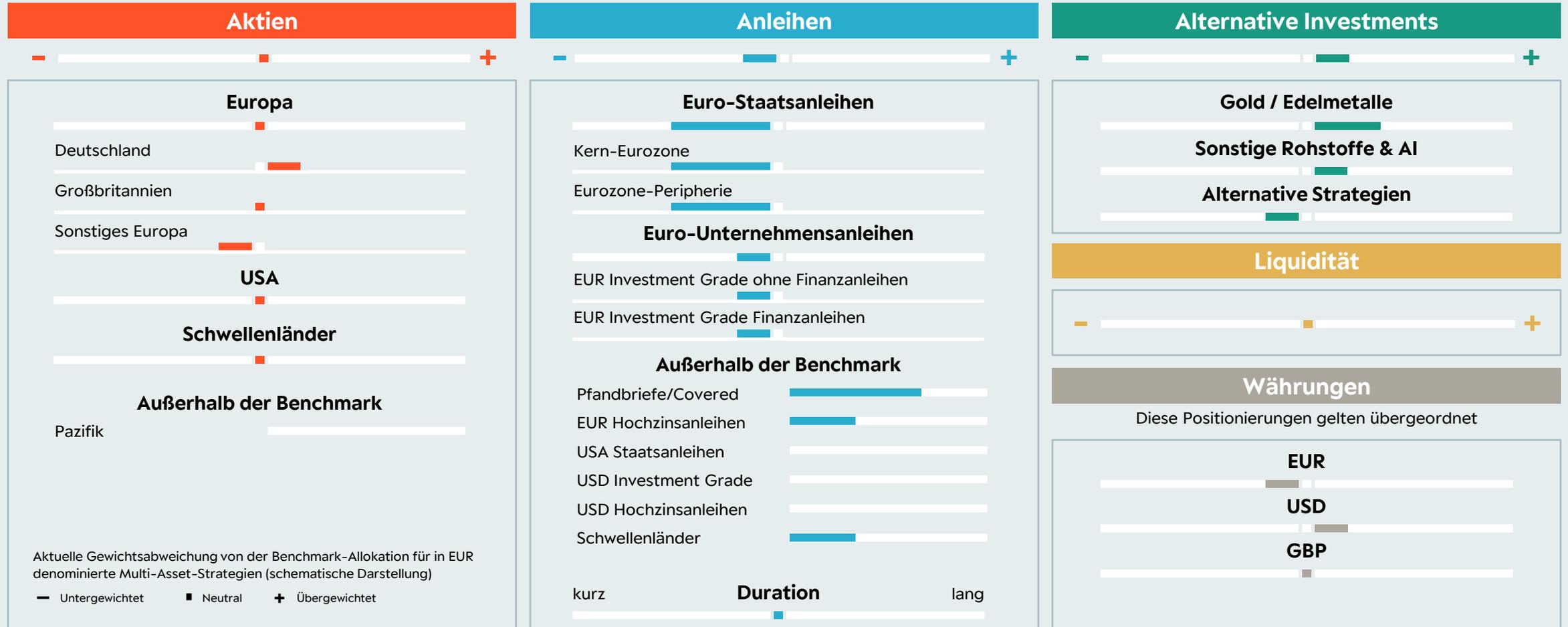
Die Fed hat keinen Spielraum mehr, den Leitzins weiter zu senken. Dies könnte den Dollar stärken.

Demgegenüber steht jedoch die Tatsache, dass die US-Wirtschaft in den kommenden Monaten voraussichtlich an Schwung verlieren wird.

Insgesamt rechnen wir daher vorerst mit einer Seitwärtsbewegung beim Euro-Dollar-Wechselkurs.

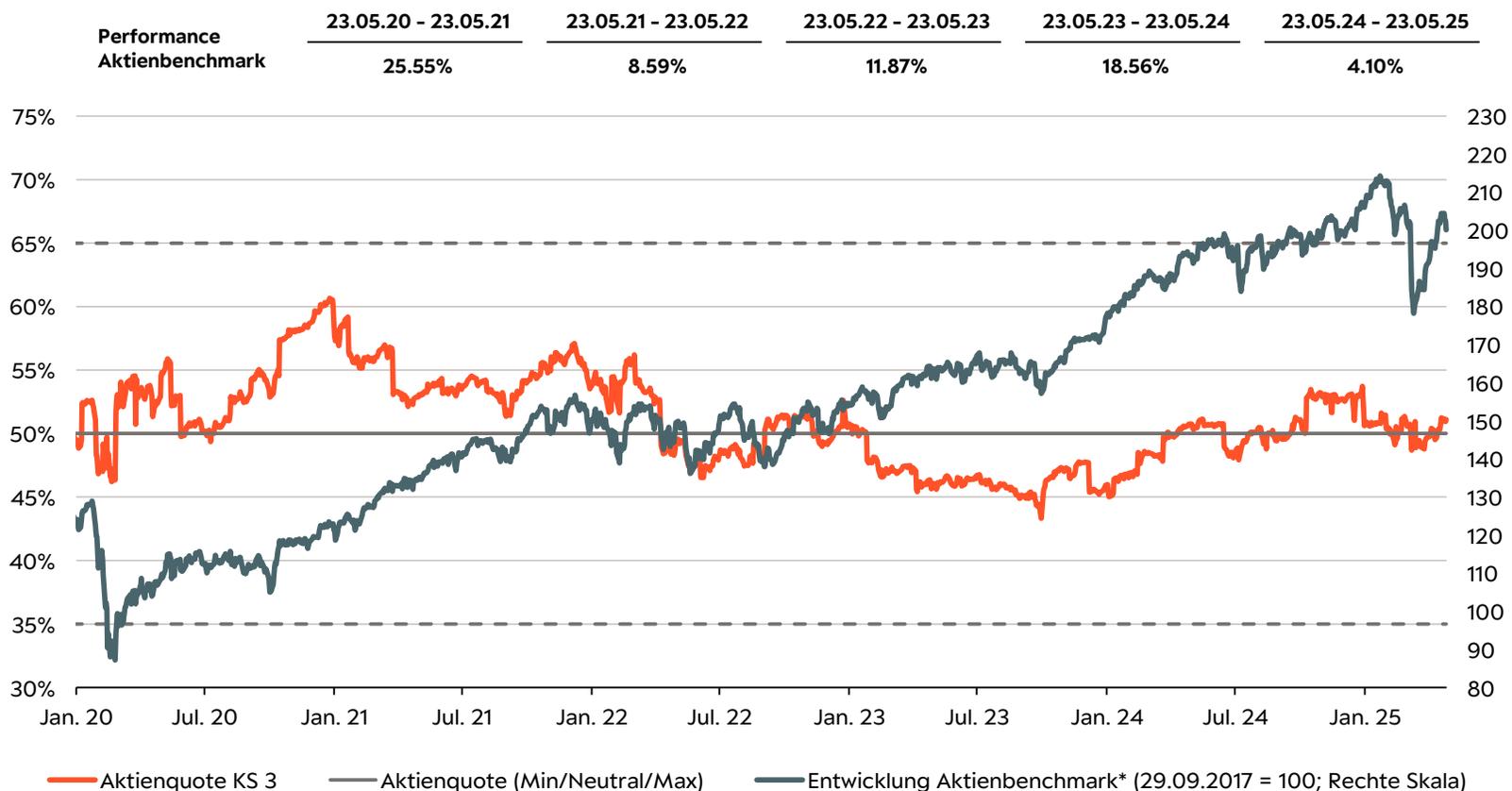
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Zeitraum: 23.05.2020 – 23.05.2025

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.

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

- Trump hat sich mal wieder von seiner volatilen Seite gezeigt: Statt Budgetdefizitreduzierungen dürfte es nun eine noch stärkere US-Verschuldung geben, sollten Trumps Steuerpläne in die Tat umgesetzt werden.
- Dies hat weltweit zu einem starken Anstieg der langfristigen Zinsen und zu einer Versteilerung der Zinsstrukturkurven geführt. In Kombination mit Moody's Rating-Herabstufung der USA hat uns dies veranlasst, unser Gold-Übergewicht in den Multi-Asset-Strategien weiter auszubauen, nachdem wir es zu einem höheren Kurs reduziert hatten. Schließlich sollten reale Vermögenswerte von den steigenden Geldmengen und der wohl mittelfristig höheren Inflation profitieren.
- Kurzfristig stehen die Chancen unserer Meinung nach gut, dass die Aktienmärkte durch Aktienrückkaufprogramme und Käufe von unterinvestierten Anlegern gestützt bleiben. Die Unsicherheit aufgrund des Zollstreits bleibt aber hoch. Ab Sommer rechnen wir wieder mit mehr Volatilität, wenn die Zollpausen auslaufen, sich die Makrodaten eintrüben und die Liquidität abnimmt.



02

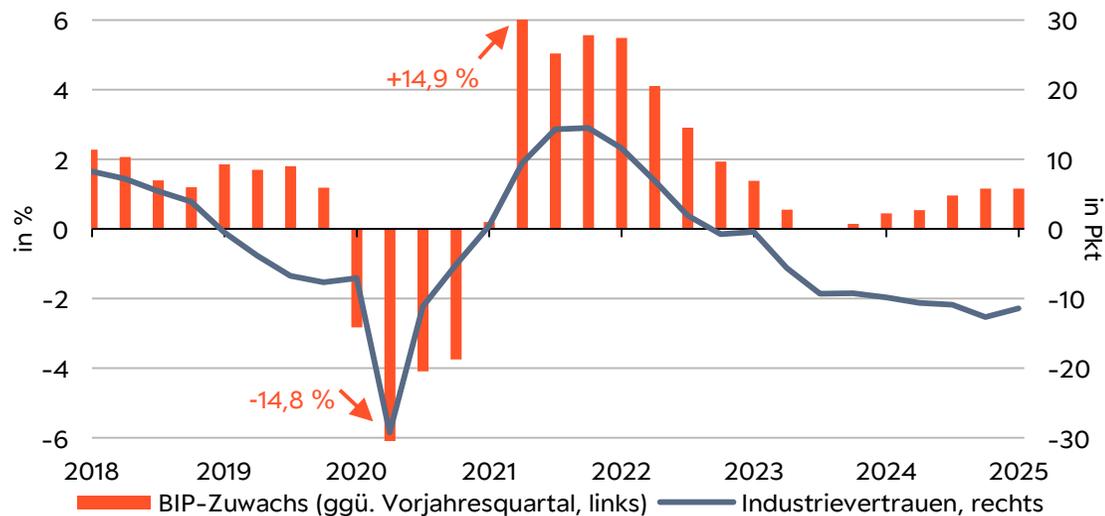
Volkswirtschaft

Eurozone

US-Zollpolitik verschiebt den Eurozonen-Aufschwung

- Das BIP der Eurozone konnte in Q1 2025 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal zulegen und überraschte damit positiv. Belastet durch die Auswirkungen der erratischen US-Zollpolitik dürfte sich das Wachstum in Q2 jedoch deutlich abschwächen.
- Zuletzt hat Trump mit zusätzlichen Zöllen in Höhe von 50 % gegen die EU gedroht. Wir rechnen aber damit, dass es bis zum Sommer zu einem Verhandlungserfolg kommen wird und die US-Zölle zu einem großen Teil zurückgenommen werden. Sollte dies der Fall sein, könnte die Eurozonenkonjunktur wieder etwas an Fahrt gewinnen. Für zusätzlichen konjunkturellen Rückenwind sorgen der sinkende Leitzins der EZB, die steigenden Realeinkommen und die Fiskalausgaben, welche insbesondere in Deutschland ab Ende 2025 deutlich anziehen werden.

Zweites Halbjahr verspricht Besserung

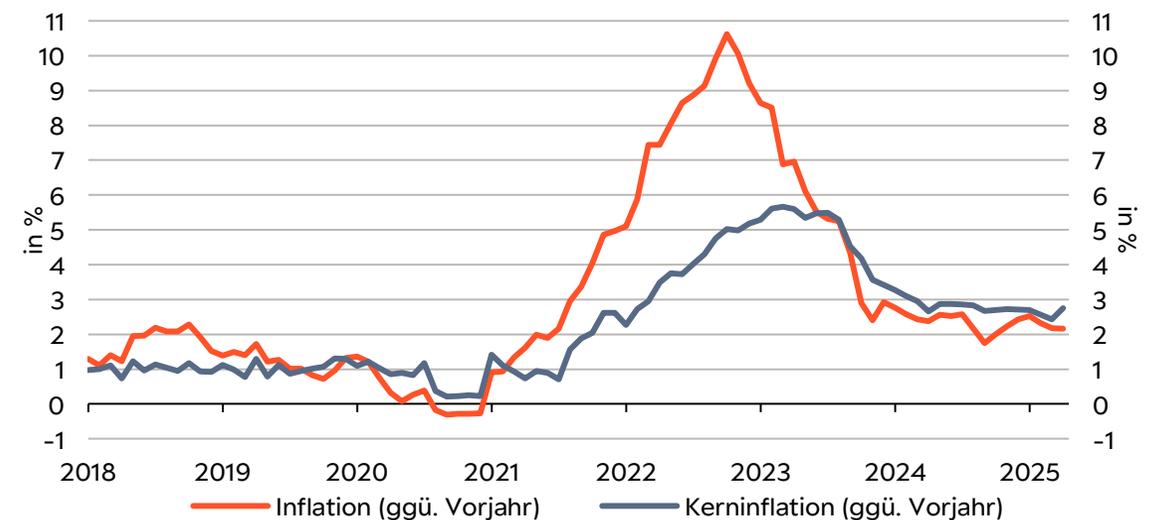


Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

EZB kann als Puffer wirken

- Die Inflationsrate im Euroraum bewegte sich im April seitwärts: Wie im März stiegen die Preise um 2,2 % im Vorjahresvergleich. Die Kerninflation stieg von 2,4 % auf 2,7 %. Wir gehen davon aus, dass der Zollstreit mit den USA den Inflationsdruck im Euroraum in den kommenden Monaten 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, üben Preisdruck in der Eurozone aus.
- Dies wird die EZB in die Lage versetzen, den Einlagesatz am 5. Juni ein letztes Mal zu senken – auf dann 2,00 %. Sollte sich der Handelsstreit mit den USA jedoch länger hinziehen als derzeit gedacht und dadurch die Konjunktur in der Eurozone stärker beeinträchtigen, hätte die EZB die Möglichkeit, den Leitzins noch weiter abzusenken.

EZB kurz vor dem Ziel



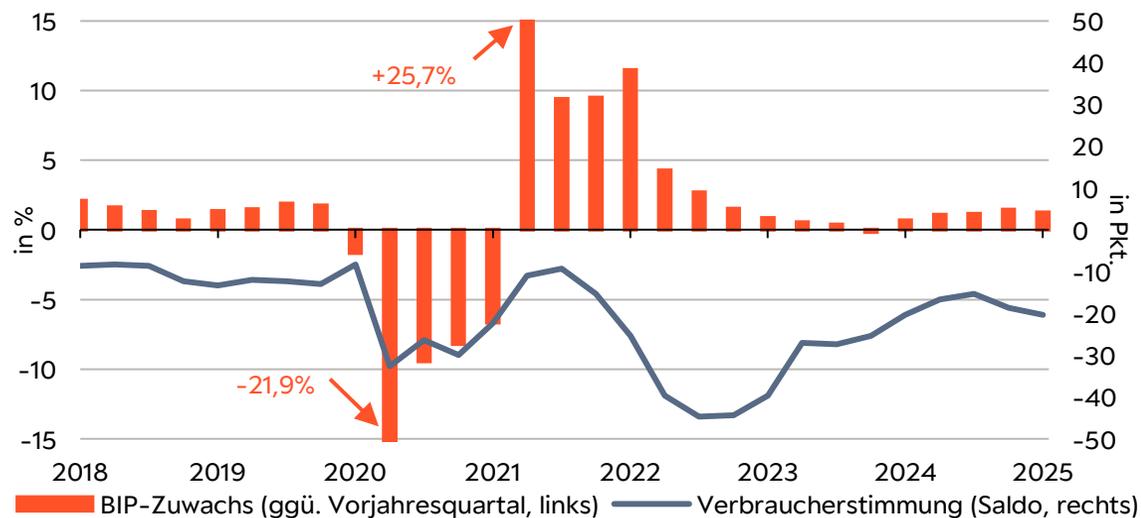
Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

Großbritannien

Solides Wachstum vor dem US-Zollschock

- Die britische Wirtschaft ist im ersten Quartal überraschend stark um 0,7 % im Vergleich zum Vorquartal gewachsen. Positiv machten sich der Anstieg der Unternehmensinvestitionen und eine Erholung der Exporte bemerkbar.
- Zwar haben die USA und Großbritannien inzwischen ein Handelsabkommen geschlossen, doch die Zölle auf die meisten britischen Exporte in die USA sind immer noch höher als vor Beginn der zweiten Amtszeit von Donald Trump. Dies wird das Wachstum im zweiten Quartal etwas dämpfen. Im späteren Jahresverlauf werden sich die höheren Staatsausgaben, die Reallohnzuwächse der Verbraucher und die sinkenden Leitzinsen jedoch voraussichtlich positiv auswirken.

Vorgezogene US-Exporte stützen das Wachstum im ersten Quartal

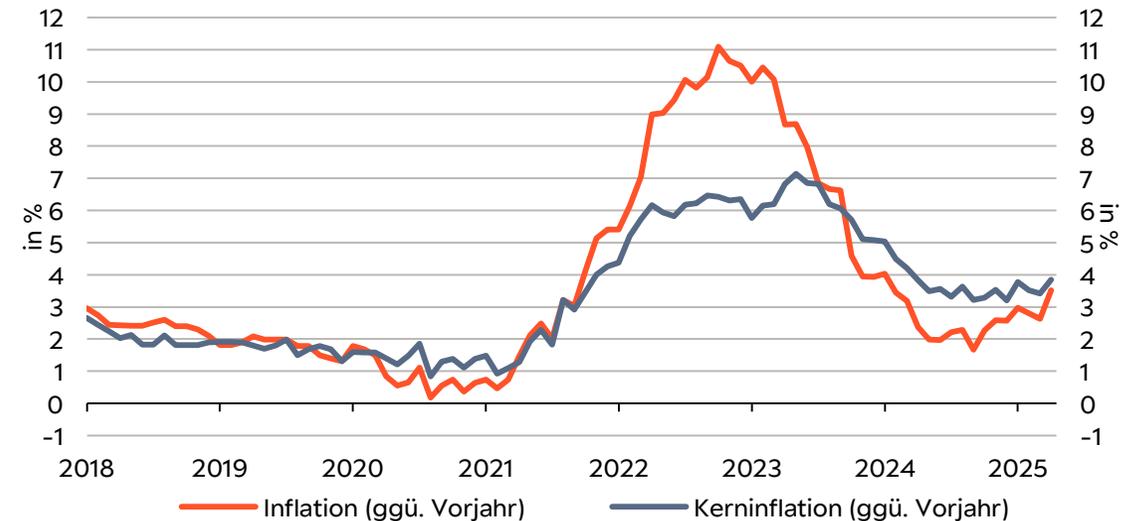


Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Inflationsdruck zu hoch für weitere Leitzinssenkungen

- Die Verbraucherpreise sind im April stark angestiegen. Die Inflation lag im Vorjahresvergleich bei 3,5 %, nachdem sie im März noch bei 2,6 % gelegen hatte. In den kommenden Monaten wird insbesondere der Lohndruck im Dienstleistungssektor noch für einen weiteren Anstieg der Inflation sorgen. Wir rechnen für den Rest des Jahres mit Raten zwischen 3,5 und 4,0 %.
- Die hohen Inflationsraten werden es der Bank of England (BoE) nicht erlauben, den Leitzins weiter zu senken. Somit war der Zinsschritt am 8. Mai auf 4,25 % voraussichtlich der letzte für dieses Jahr. Wenn der Inflationsdruck im Jahr 2026 etwas abgeflacht ist, wird die BoE den Leitzins dann aber voraussichtlich auf 3,75 % absenken.

Inflation zieht wieder an



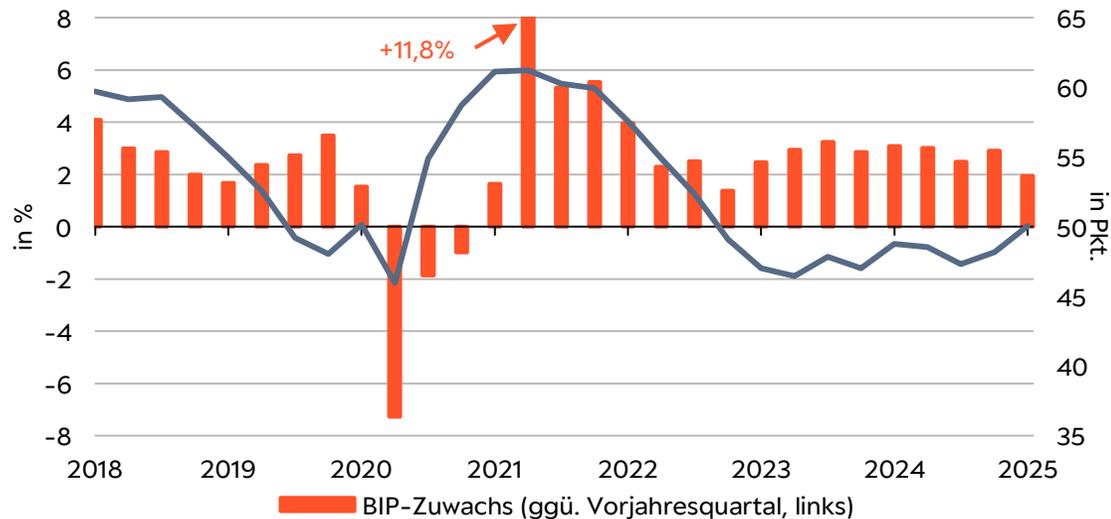
Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

USA

Hoffen auf ein weiteres Abrüsten im Handelsstreit

- Während die USA im Handelskonflikt mit der Europäischen Union den Druck erhöhen, haben sie sich mit Großbritannien auf ein erstes Handelsabkommen geeinigt und mit China eine 90-tägige Zollpause vereinbart. Weitere Handelsabkommen werden voraussichtlich zeitnah folgen, doch werden die US-Zölle nichtsdestotrotz auf einem höheren Niveau verweilen als vor Beginn von Donald Trumps zweiter Amtszeit. Dies wird sich inflationstreibend auswirken und die US-Konsumenten belasten.
- Insgesamt erscheint die US-Wirtschaft bisher jedoch noch recht robust. Die protektionistische Handelspolitik Trumps sowie seine restriktive Einwanderungspolitik werden das Wachstum in den USA in den kommenden Monaten jedoch voraussichtlich deutlich verlangsamen.

Zollchaos belastet zunehmend die Wachstumssausichten

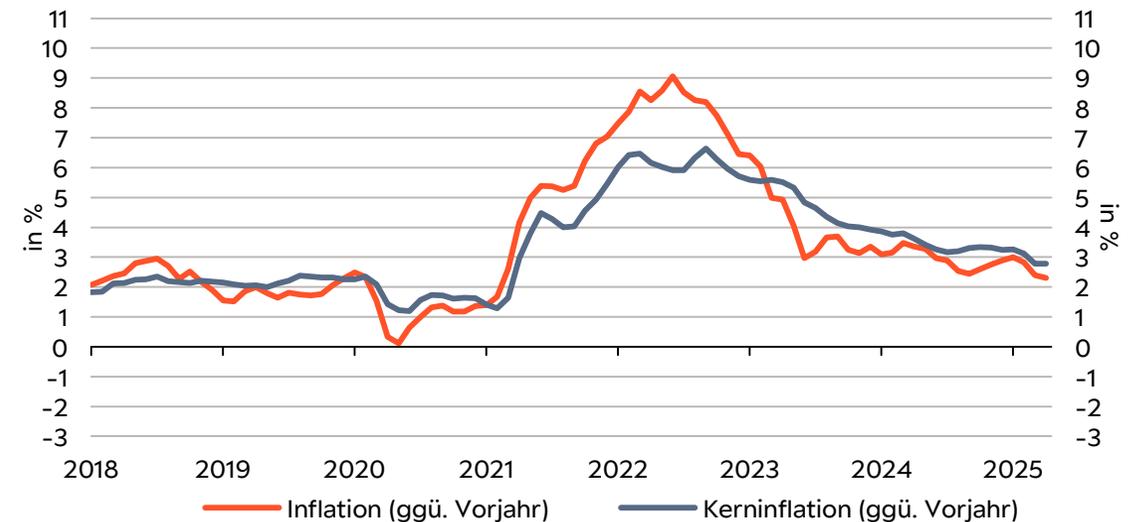


Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Zollkonflikt bindet Fed die Hände

- Im April ist die Inflationsrate im Jahresvergleich von 2,4 % auf 2,3 % gesunken und damit auf den niedrigsten Stand seit Februar 2021. Die Teuerung wurde erneut durch weiter sinkende Energiepreise gebremst. Die Kerninflation verharrete hingegen bei 2,8 %.
- Zwar hat die Zollpause gegenüber China den Anstieg der US-Einfuhrpreise etwas gedämpft, doch werden die verbleibenden Zölle in den kommenden Monaten die Inflationsrate weiter in die Höhe treiben. Angesichts des anhaltend robusten Arbeitsmarktes wird sich die Fed weiter auf die Inflationsbekämpfung fokussieren und somit keinen Spielraum haben, die Geldpolitik zu lockern. Wir rechnen daher damit, dass sie den Leitzins auf dem aktuellen Niveau von 4,25 % bis 4,50 % belassen wird.

Zolleffekt auf Inflationsrate bisher noch nicht sichtbar



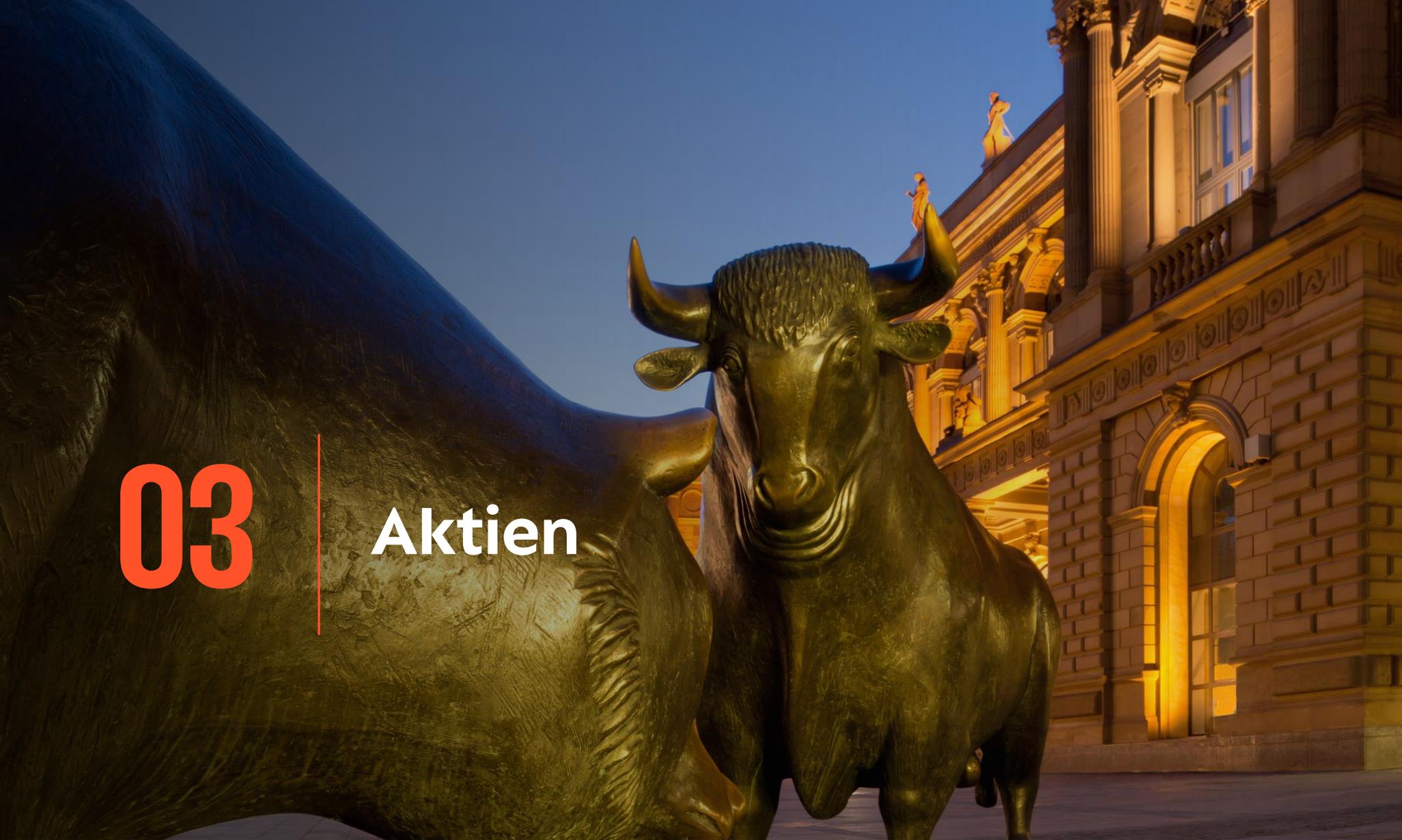
Zeitraum: 01/2018 – 04/2025

Prognosen

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

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

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



03

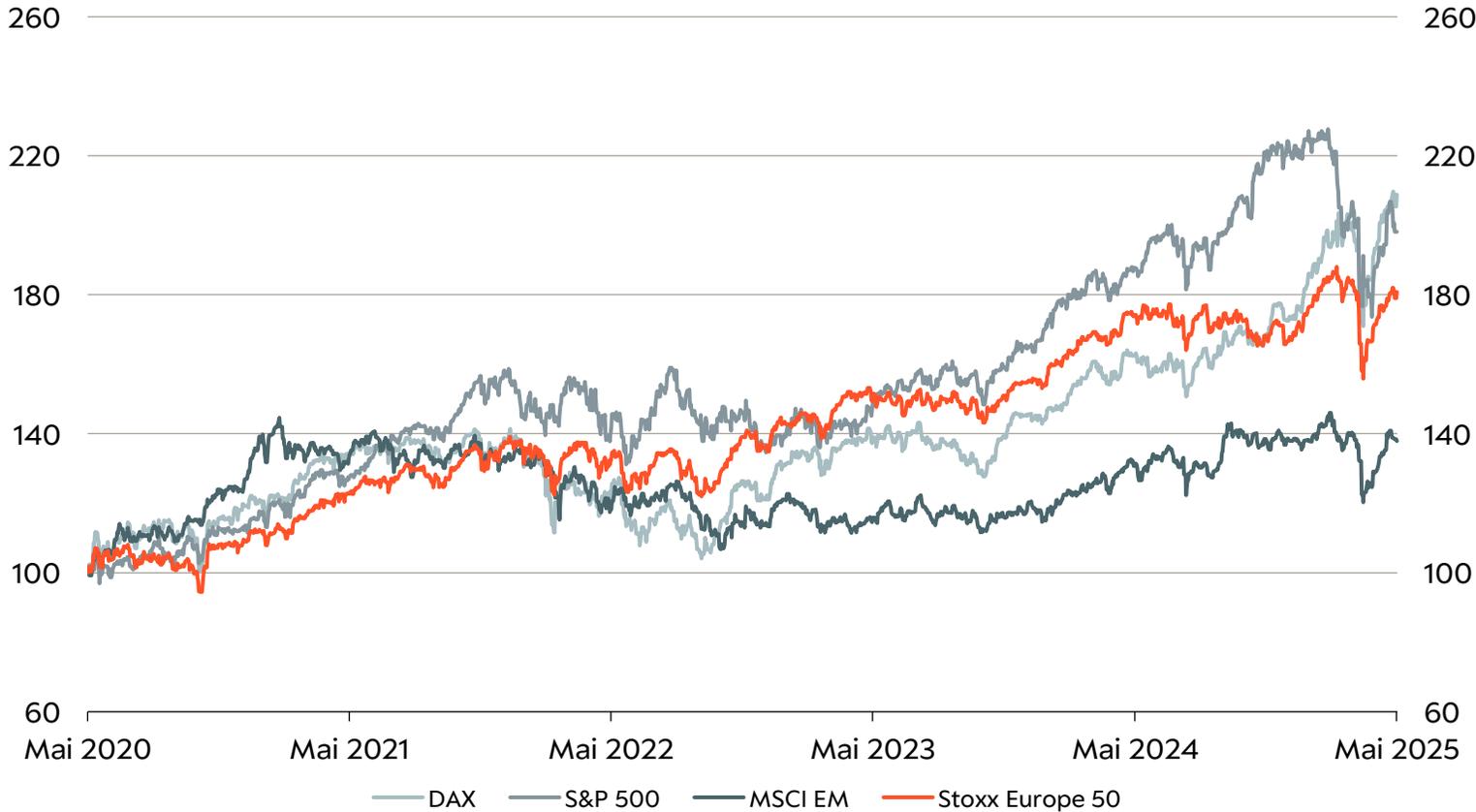
Aktien



BERENBERG

(US-)Aktienmärkte bis Sommer mit etwas Potenzial

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Zeitraum: 26.05.2020 – 26.05.2025

Deutliche Erholung an den Aktienmärkten

Nach dem Rückgang an den Aktienmärkten Anfang April erholten sich globale Aktien deutlich. Der S&P 500 rentiert seit Jahresbeginn in Lokalwährung sogar wieder positiv. Die Markterholung wurde durch massive Aktienkäufe von Privatanlegern, Trumps Schwenk in der Zollpolitik sowie die Umkehr der Fiskalpolitik angetrieben. Ende Mai verabschiedete das US-Repräsentantenhaus ein neues Fiskalpaket. Der mehrere Billionen US-Dollar schwere Gesetzesentwurf soll die in Trumps erster Amtszeit eingeführten Steuersenkungen verlängern und sieht zudem Milliarden für Verteidigung und Einwanderungskontrolle vor. Eine noch stärkere US-Verschuldung dürfte die Folge sein.

Ökonomen schätzen, dass der Gesetzesentwurf die USA über einen Zeitraum von zehn Jahren 3,8 bis 5 Billionen US-Dollar kosten wird. Trump argumentiert zwar, dass das Wirtschaftswachstum durch Steuersenkungen und Deregulierung sowie die Einnahmen aus Zöllen die Kosten des Gesetzes ausgleichen werden, doch die Ökonomen bleiben kritisch. Ende Mai stuft auch die Rating-Agentur Moody's die Kreditwürdigkeit der USA herab, da sie davon ausgeht, dass die hohen Haushaltsdefizite die Schulden- und Zinslast weiter in die Höhe treiben werden. Es überrascht deshalb auch nicht, dass der Anleihemarkt angesichts der Risiken um die US-Haushaltskonsolidierung höhere Renditen verlangt.

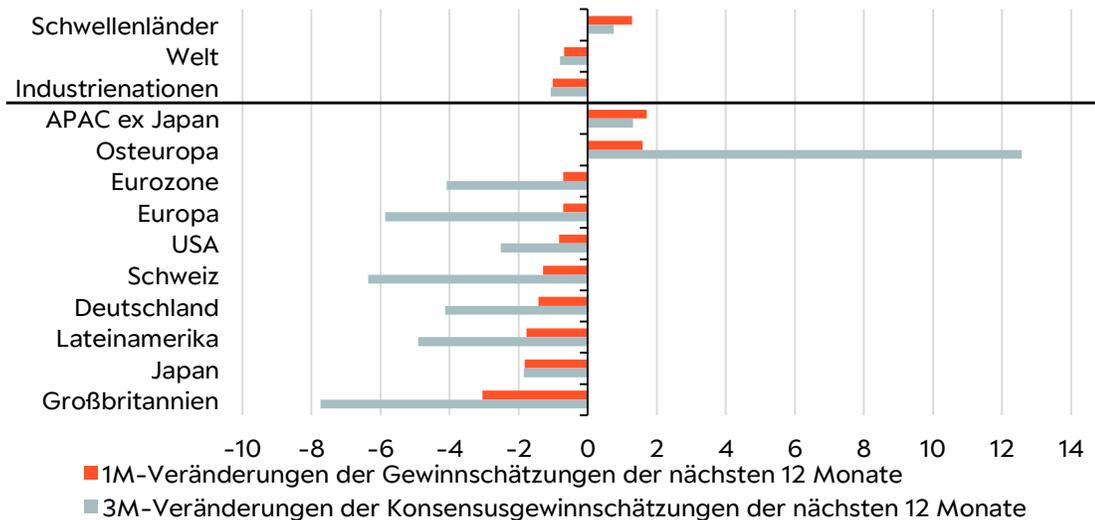
Ausblickend dürften die (US-)Aktienmärkte durch Aktienrückkäufe und Käufe von unterinvestierten Anlegern gestützt werden. Im Sommer dürfte sich der Markt angesichts geringerer Liquidität und schwächerer Wirtschaftsdaten jedoch mit erhöhter Volatilität konfrontiert sehen.

Ver mehrt negative Gewinnrevisionen

Q1-Berichtssaison neigt sich dem Ende zu

- Zum Monatsende hatten bereits über 96 % der im S&P 500 gelisteten Unternehmen ihre Ergebnisse für das erste Quartal dieses Jahres offengelegt. Das Gewinnwachstum liegt bei 11,6 % und übertrifft die Schätzungen somit um rund 8 %. Am deutlichsten überraschten dabei Kommunikationsdienstleister, Gesundheits- und Technologiewerte.
- Obwohl der Markt aktuell wieder mehr Optimismus zeigt, sind die Analysten für die Industrienationen in den letzten vier Wochen pessimistischer geworden. In den letzten vier Wochen haben die Analysten vor allem die Gewinnprognosen für die Schwellenländer angehoben.

Negative Gewinnrevisionen für die USA und Europa

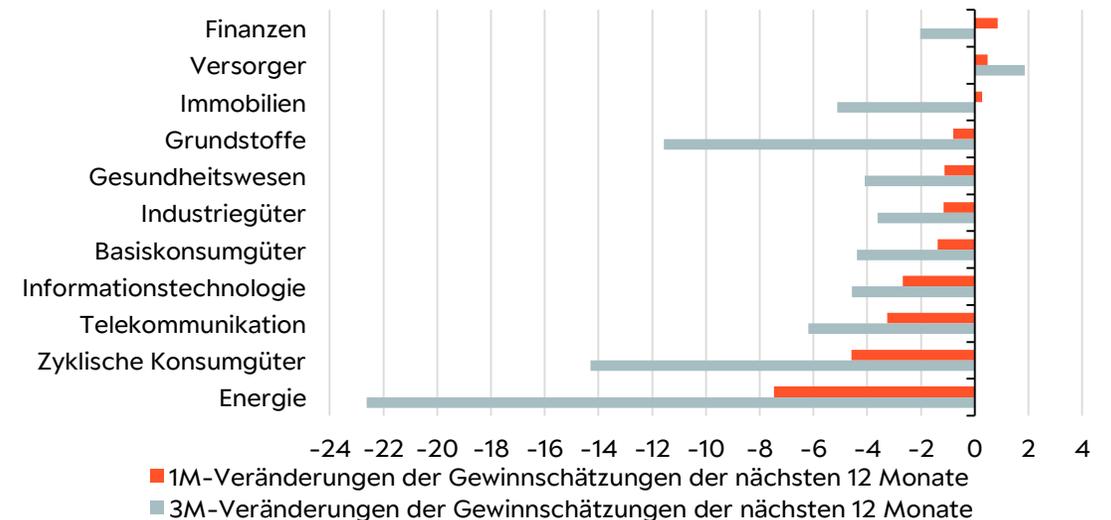


Stand: 26.05.2025

Negative Gewinnrevisionen insbesondere im Energiesektor

- In den letzten vier Wochen sind die Analysten auf Sektorebene lediglich für Finanztitel, Versorgeraktien und den Immobiliensektor optimistischer geworden.
- Den Energiesektor schätzen sie hingegen besonders kritisch ein. Über die letzten drei Monate korrigierten sie die Gewinnaussichten für die nächsten 12 Monate um mehr als 20 % nach unten. Daher ist es nicht überraschend, dass die Analysten für das Jahr 2025 den stärksten Gewinnrückgang im Energiesektor erwarten. Ab 2026 gehen sie jedoch von einer Erholung des Sektors aus und erwarten nach einem Gewinnrückgang von 20 % im Jahr 2025 ein Gewinnwachstum von über 10 % im nächsten Jahr.

Pessimistische Gewinnaussichten für den Energiesektor



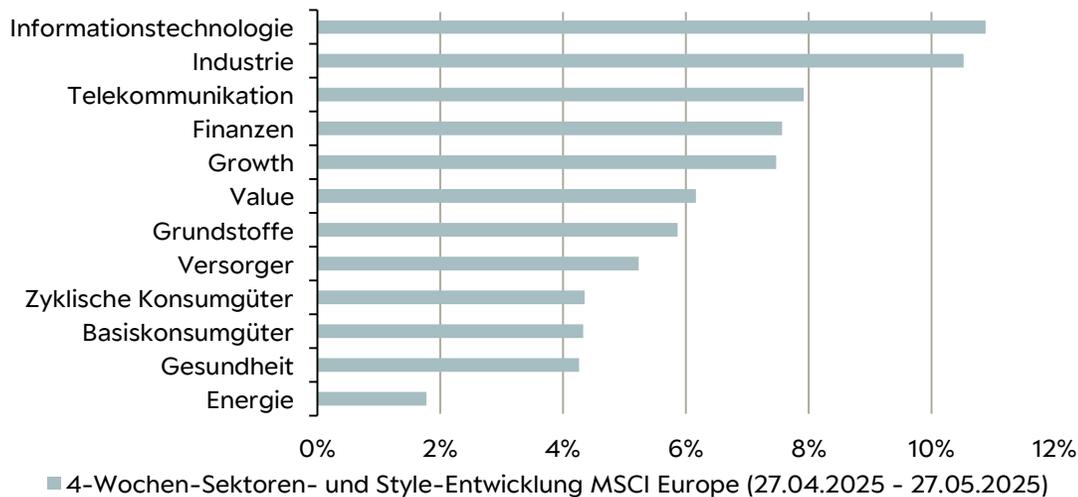
Stand: 26.05.2025

Performance und Bewertung

Europäische Aktien mit deutlicher Erholung

- Mitte April sorgte Trumps Kehrtwende in der Zollpolitik für eine kräftige Erholung europäischer Aktien. Sie profitierten auch von einer Einengung des Bewertungsabschlags gegenüber den USA. Denn mit der Erholung der Märkte seit der Korrektur Anfang April haben sich die Bewertungsniveaus auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses ebenfalls erhöht. Europäische Aktien handeln nun zum ersten Mal seit Januar 2022 wieder über ihrem historischen KGV-Durchschnitt der letzten 35 Jahre.
- Insbesondere zyklische Titel schnitten gut ab – auch im internationalen Vergleich. Gesundheits-, Energie- und Konsumaktien belegten hingegen die hinteren Plätze.

Zyklische Aktien in Europa haben die Nase vorn



Zeitraum: 27.04.2025 – 27.05.2025

(US-)Aktien bis Sommer durch Aktienrückkäufe gestützt

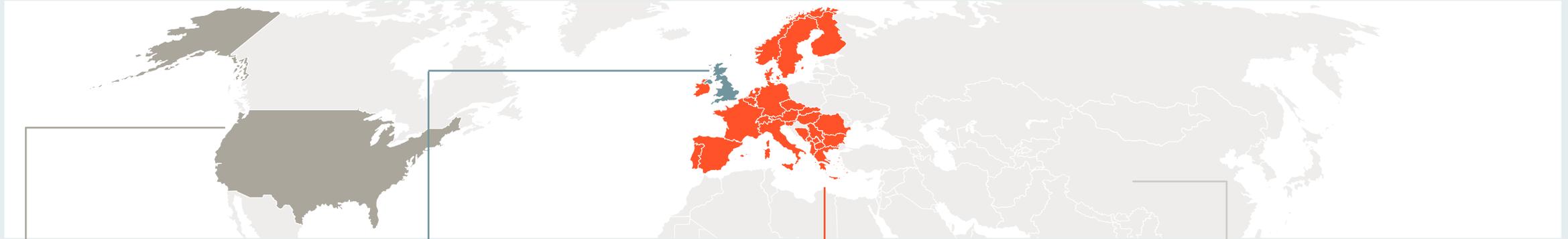
- Kurzfristig stehen die Chancen gut, dass die Aktienmärkte – insbesondere in den USA – durch Aktienrückkaufprogramme und Käufe unterinvestierter Anleger gestützt werden. Vor allem in den USA bieten die Rückkäufe („Buybacks“) einen Lichtblick. Schätzungsweise werden sie in naher Zukunft 4 bis 5 Milliarden US-Dollar pro Tag betragen. Grund dafür ist, dass nun rund 85 Prozent der SPX-Marktkapitalisierung außerhalb der Sperrfrist für Aktienrückkäufe liegen.
- Ab Sommer rechnen wir jedoch wieder mit mehr Volatilität, da die Zollpausen auslaufen, die Makrodaten sich eintrüben und die Liquidität abnimmt.

Rund 85 % des S&P 500 außerhalb der Buyback-Sperrfristen



Zeitraum: 01.09.2024 – 01.07.2025

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, trotz der jüngsten Einengung der Bewertungsdifferenz. Der US-Markt ist aber weiterhin am stärksten durch nicht-fundamentale Flows und Aktienrückkäufe 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

Sollte eine Eskalation im Handelskonflikt weiter ausbleiben und der US-Dollar weiterhin schwächer bleiben, dürften die Schwellenländer weiterhin unterstützt bleiben. Entsprechend haben wir bereits im Februar dieses Jahres unser Untergewicht neutralisiert.

Prognosen

Indexprognosen	27.05.2025	31.12.2025	30.06.2026	In 12 Monaten
	Aktuell			Ø*
S&P 500	5.922	6.000	6.400	6.530
DAX	24.226	24.000	26.000	26.242
Euro Stoxx 50	5.415	5.700	6.000	5.903
MSCI Großbritannien	2.500	2.600	2.750	2.802

Indexpotential (in %)

S&P 500	-	1,3	8,1	10,3
DAX	-	-0,9	7,3	8,3
Euro Stoxx 50	-	5,3	10,8	9,0
MSCI Großbritannien	-	4,0	10,0	12,1



04

Anleihen

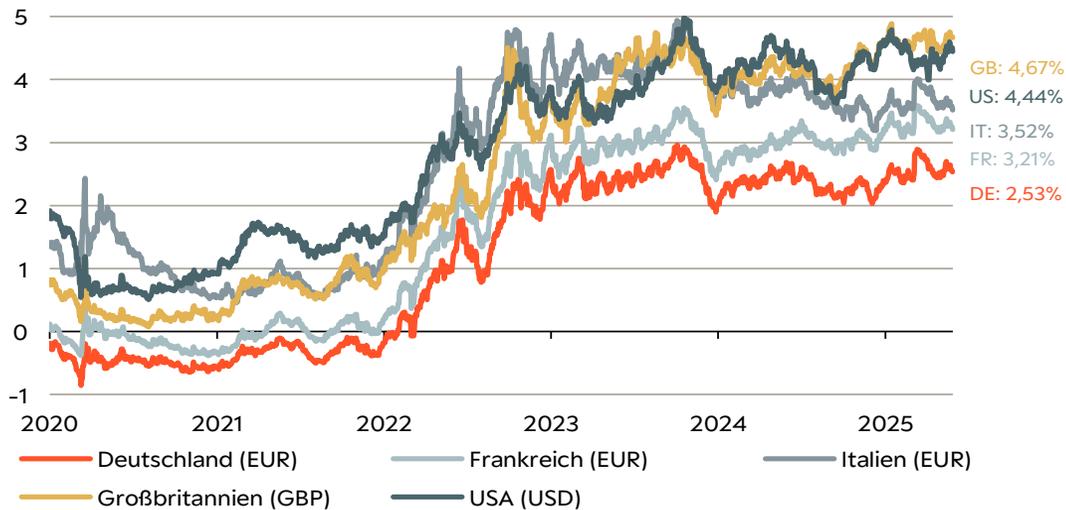


Langlaufende Staatsanleihen belastet

Trumps Steuerpläne belasten langlaufende Staatsanleihen

- In den vergangenen vier Wochen sind die Renditen von Staatsanleihen insbesondere am langen Ende der Kurve deutlicher gestiegen. Neben der Herabstufung von US-Staatsanleihen durch die Rating-Agentur Moody's belastete die Sorge einer Ausweitung des US-Defizits durch Trumps Steuerpläne. Eine verhaltene Auktion 20-jähriger US-Staatsanleihen sowie der starke Anstieg langlaufender Zinsen in Japan belasteten Anleihen zusätzlich.
- Letztere war vor allem durch eine noch erhöhte Inflationsrate in Japan sowie weiterhin starken Lohnverhandlungen getrieben. Die Ankündigung einer zukünftig geringeren Ausgabe langlaufender Staatsanleihen verursachte zum Monatsende jedoch einen leichten Rückgang japanischer Renditen.

10-jährige Renditen (%) weiterhin volatil

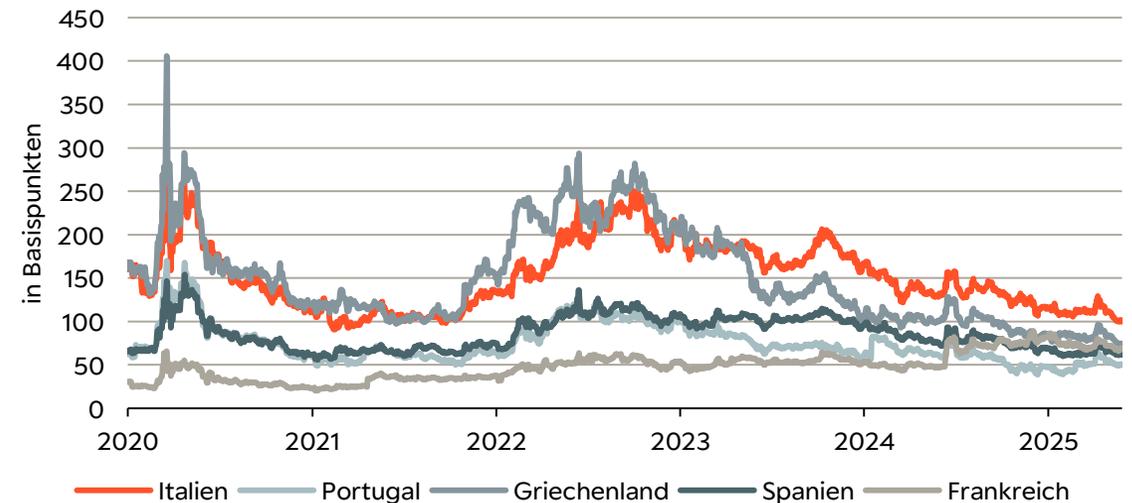


Zeitraum: 01.01.2020–27.05.2025

EZB dürfte den Leitzins im Juni erneut um 25 Basispunkte senken

- Peripherieanleihen aus Europa, insbesondere aus Italien, haben ihren Risikoaufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen hingegen weiter verringert. Mit rund 100 Basispunkten handelt der Spread so niedrig wie zuletzt 2021.
- Unterstützt wird diese Entwicklung durch die anhaltenden Zinsschritte seitens der Europäischen Zentralbank. Während die Federal Reserve die Zinsen in den USA seit Dezember unverändert belässt dürfte die EZB den Leitzins im Juni erneut um 25 Basispunkte auf dann 2,00 % senken.

Peripheriespreads in Europa zuletzt weiter rückläufig



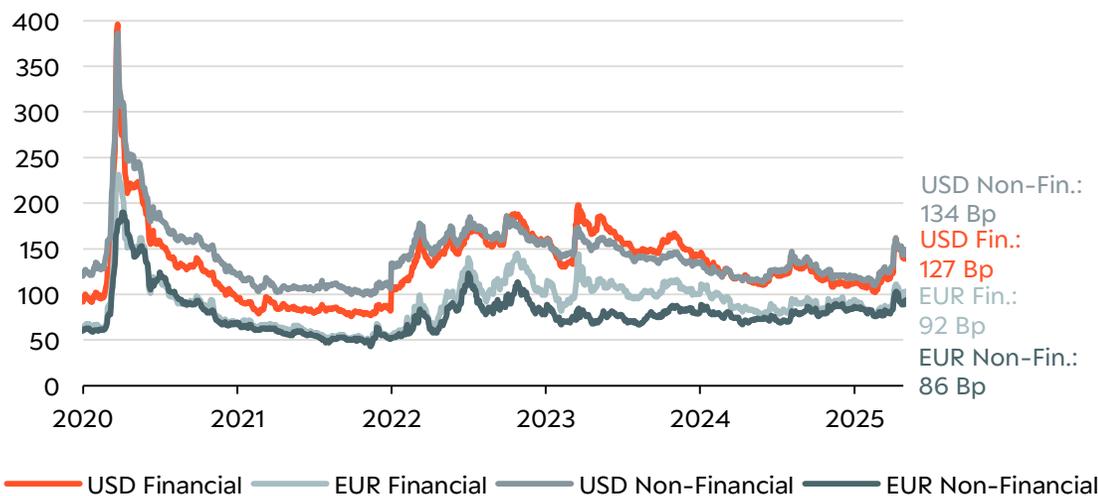
Stand: 27.05.2025

Risikoaufschläge engen sich wieder ein

Unternehmensanleihen: Zollpausen unterstützen Spreads

- Die Risikoaufschläge von IG- sowie Hochzinsunternehmensanleihen waren im Mai wieder rückläufig. Den stärksten Rückgang in den Spreads verzeichneten dabei USD-Finanzanleihen. Unterstützt wurde diese Entwicklung insbesondere durch die gegenseitige (temporäre) Zollminderung zwischen den USA und China sowie die damit verbundene und erneute Risikofreude an den globalen Kapitalmärkten.
- Auch der Markt für Hochzinsanleihen scheint die bisherigen Konjunkturrisiken zumindest teilweise wieder auszupreisen. So haben sich die Asset-Swap-Spreads von USD-Hochzinsanleihen in den letzten vier Wochen um mehr als 60 Basispunkte eingengt, wenngleich es durch Trumps erneute Zollankündigungen gegen Europa (50 %) und den Tech-Hersteller Apple (25 %) zuletzt zu einer Gegenbewegung bei den Spreads kam.

Unternehmensanleihen: Spreads engen sich zuletzt wieder ein

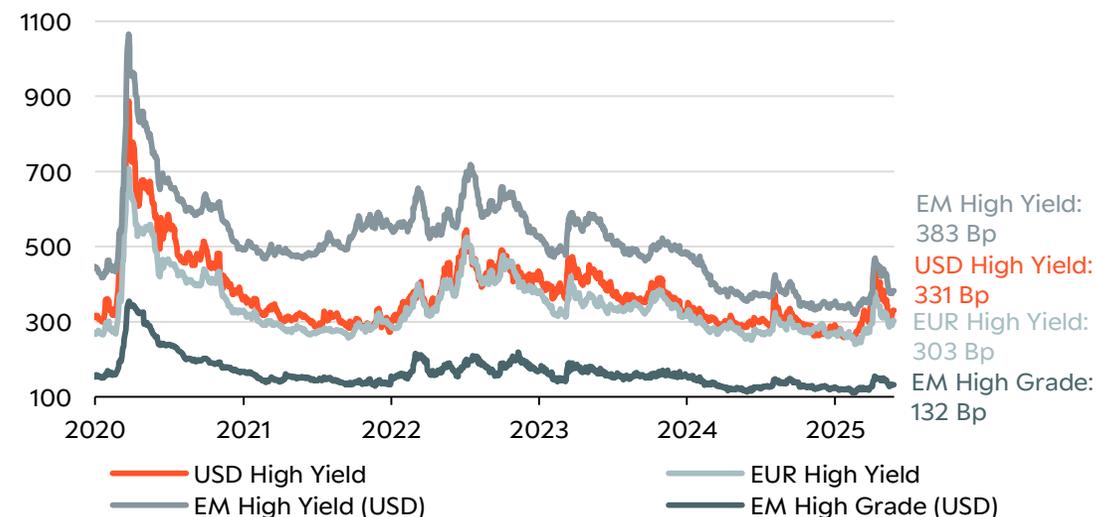


Zeitraum: 01.01.2020–26.05.2025

Schwellenländeranleihen: Risikoprämien engen sich erneut ein

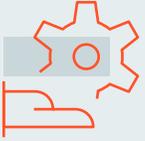
- Die vorläufige Minderung einiger von Trump zuvor auferlegten Zölle sorgte auch für eine Erholung in den Schwellenländern. Die Swap Spreads von Investment Grade und Hochzinsanleihen aus den Schwellenländern engten sich in den letzten vier Wochen um rund 15 bzw. 60 Basispunkte ein. Damit bleiben Hochzinsanleihen in lokaler Währung das stärkste Anleihesegment.
- Zusätzlich schaffen die weiterhin stabile US-Wirtschaft ein positives makroökonomisches Umfeld für EM-Anleihen. Die robusten Fundamentaldaten und die überschaubaren Verschuldungsquoten dürften einem Aufwärtstrend der EM-Risikoprämien entgegenwirken.

Schwellenländer: Risikoaufschläge zuletzt wieder niedriger



Zeitraum: 01.01.2020– 26.05.2025

Anleihen Allokation



Kernsegmente

Staatsanleihen

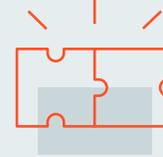
untergewichten

- 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 flacher als im historischen Durchschnitt. 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 Carrys attraktiv. Die Risikoaufschläge sind zwar historisch niedrig, aber die durchschnittliche Qualität der Unternehmen im Segment ist auch besser als früher.
- Hochzinsanleihefonds mit defensiverem Profil erachten wir weiter als attraktiv.

Prognosen

Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

	27.05.2025	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,25-4,50	4,25-4,50	4,00	4,25-4,50	3,68
10J US-Rendite	4,45	4,80	4,25	4,90	4,16
Eurozone					
Leitzins**	2,25	2,00	1,90	2,00	1,95
10J Bund-Rendite	2,53	2,80	2,63	2,90	2,78
Großbritannien					
Leitzins	4,25	4,25	3,70	4,00	3,40
10J Gilts-Rendite	4,66	4,70	4,23	4,70	4,12

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

**Einlagensatz



05

Rohstoffe

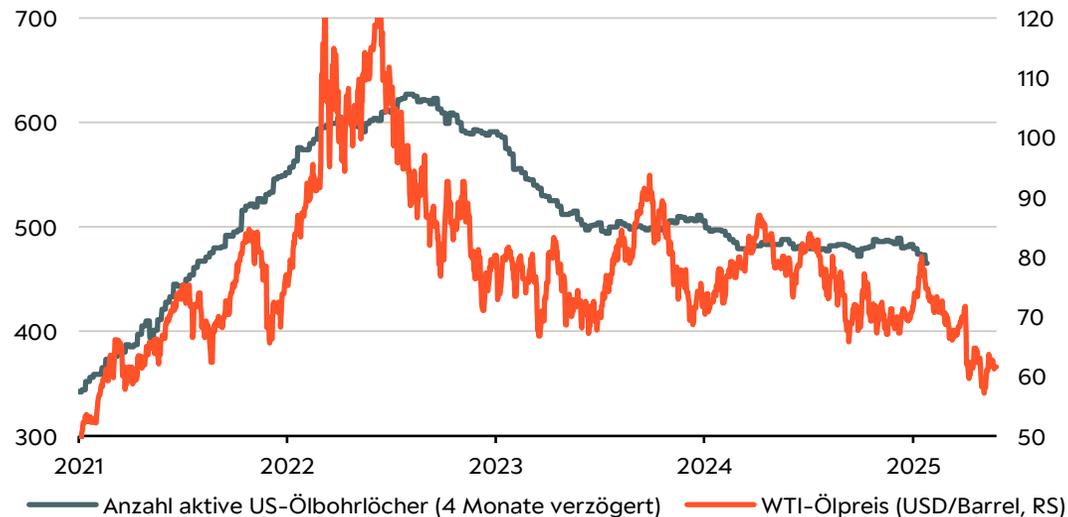
Reichlich Angebot trifft auf verhaltende Nachfrage

Paradigmenwechsel in der OPEC-Politik belastet Ölpreis

- Nach dem Absturz im April ging es am Ölmarkt im Mai volatil weiter. Dabei schwankte der Markt zwischen Nachfragehoffnungen und Sorgen vor einem steigenden Angebot.
- Die OPEC+ sorgte im Mai gleich zweimal für Überraschungen. Zu Monatsbeginn verkündete das Kartell wie schon im April die Produktion für den kommenden Monat um 411 Tsd. Barrel pro Tag zu erhöhen – mehr als dreimal so viel wie ursprünglich geplant. Und nur drei Wochen später gab es interne Gespräche diesen Kurs im Juli vorsetzen zu wollen. Offiziell heißt es, man wolle der Nachfrage nachkommen. Tatsächlich dürfte das Kartell allerdings andere Motive haben. Zum einen kommt man so Donald Trumps Forderung nach billigem Öl nach. Zum anderen gewinnt das Kartell verlorene Marktanteile der vergangenen Jahre zurück.

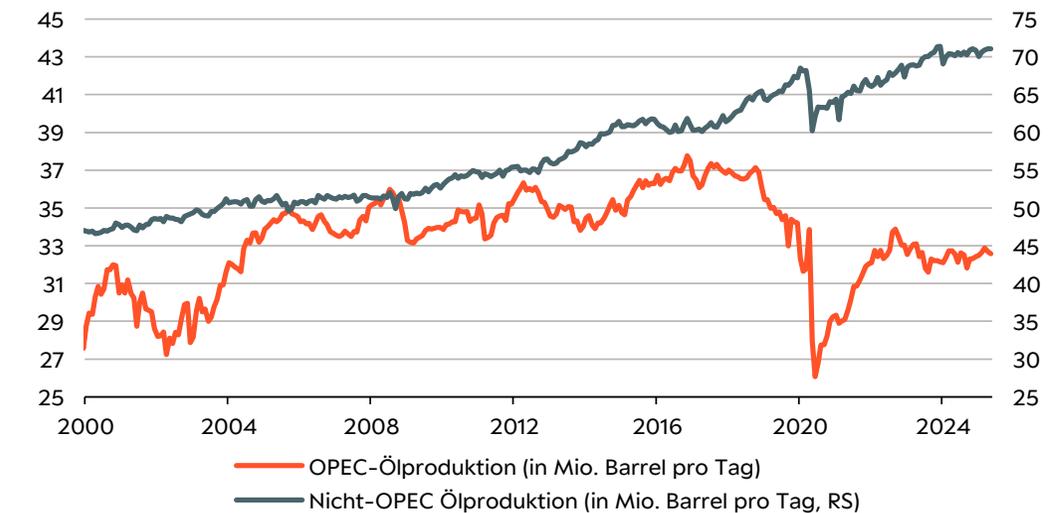
- Den Preis für diese expansive Politik dürfte vor allem die US-Schieferölindustrie zahlen. Die großen US-Ölfirmen haben bereits Ausgabenkürzungen in der Q1-Berichtssaison angekündigt und die Anzahl der Bohrlöcher ist seit Ende März fast 5% gefallen. S&P erwartet erstmals seit 2020 eine sinkende US-Produktion.
- Auch wenn bei ca. 65 USD je Barrel und einer invertierten Future-Kurve viel Negatives eingepreist ist, dürfte das Aufwärtspotenzial durch den Paradigmenwechsel in der OPEC-Politik und verhaltenem Nachfragewachstum aufgrund der erratischen US-Außenpolitik begrenzt bleiben. Ein Deal zwischen dem Iran und den USA stellt hingegen ein weiteres Abwärtsrisiko für den Ölpreis dar.

US Schieferölindustrie Leidtragender der neuen OPEC-Politik



Zeitraum: 01.01.2021 – 26.05.2025

OPEC+ hat Marktanteile in den letzten Jahren verloren



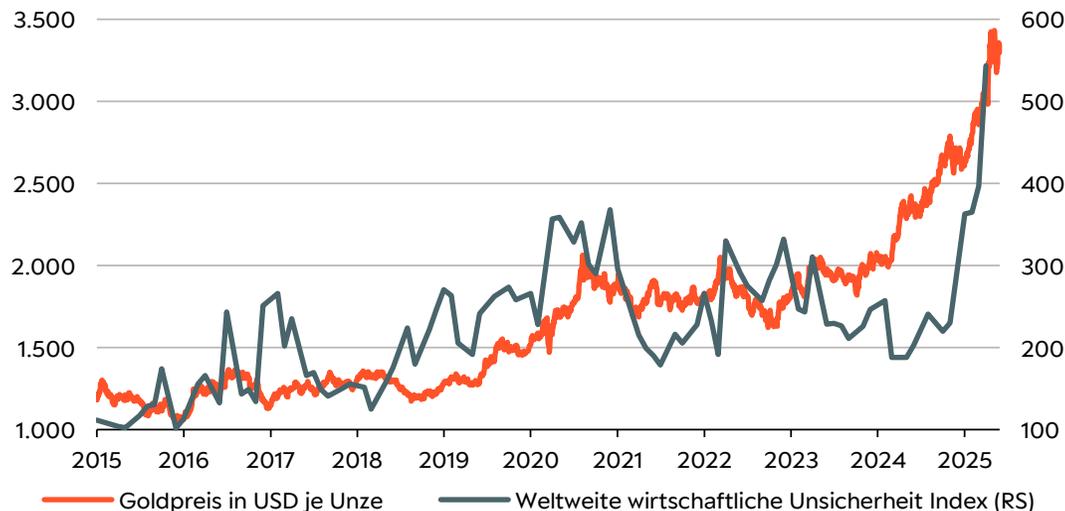
Zeitraum: 01.01.2000 – 30.04.2025

Gold bleibt hoch im Kurs, Industriemetalle mit starker Divergenz

Gold behält weiter seinen Glanz

- Gold schwankte über den letzten Monat volatil seitwärts um die Marke von 3.300 USD je Unze. Der gestiegene Risikoappetit, höhere Realzinsen und die Stabilisierung des US-Dollars infolge der verkündeten Zollpause zwischen den USA und China belasteten den sicheren Hafen und die Gold-ETF-Bestände fielen um mehr als 1 Mio. Unzen.
- Allerdings gab es auch positive Treiber. Zum einen scheinen ausländische Zentralbanken weiter kräftig Gold nachzufragen. Zum anderen scheint der Sparkurs der US-Regierung endgültig Geschichte zu sein. Stattdessen dürfte das Haushaltsdefizit unter Trump weiter steigen. Wir halten Gold im Umfeld fiskalischer Exzesse, geopolitischer Spannungen und anhaltender Inflationsgefahren weiter für einen essenziellen Portfoliobestandteil und haben unsere Goldposition nach Gewinnmitnahmen im April im Mai zu einem etwa 5% niedrigeren Kurs wieder auf ein deutliches Übergewicht aufgestockt.

Gold profitiert von wirtschaftlicher Unsicherheit

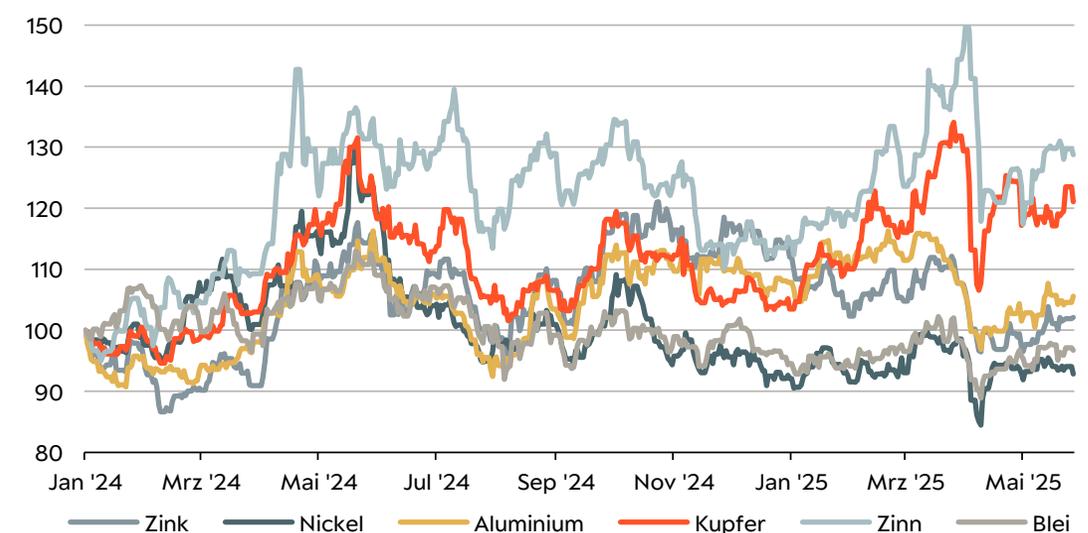


Zeitraum: 01.01.2015 – 27.05.2025

Industriemetalle makroökonomisch und idiosynkratisch getrieben

- Industriemetalle stabilisierten sich im Mai nach den starken Schwankungen im Vormonat. Allerdings gibt es starke Divergenzen innerhalb des Sektors seit Jahresanfang. So liegt Zink mit -9% auf dem letzten Platz, während Kupfer mit +17% ganz oben steht. Die Gründe für diese große Differenz sind nicht makroökonomisch, sondern vor allem idiosynkratisch. Während bei Kupfer das Angebot knapp bleibt, hat es sich bei Zink zuletzt erholt.
- Zwar dürfte eine Entspannung im Handelskrieg grundsätzlich allen Metallen Rückenwind geben, allerdings dürften idiosynkratische Themen weiter dominieren. So würden zuletzt ausgepreiste US-Zölle auf Kupfer sogar positiv für an der CME gehandeltes Metall sein. Gleichzeitig dürfte das globale Angebot knapp bleiben, insbesondere wenn sich Disruptionen wie jüngst in der Kakula-Mine im Kongo mehren.

Starke Divergenz innerhalb der Industriemetalle



Zeitraum: 01.01.2024 – 27.05.2025



06

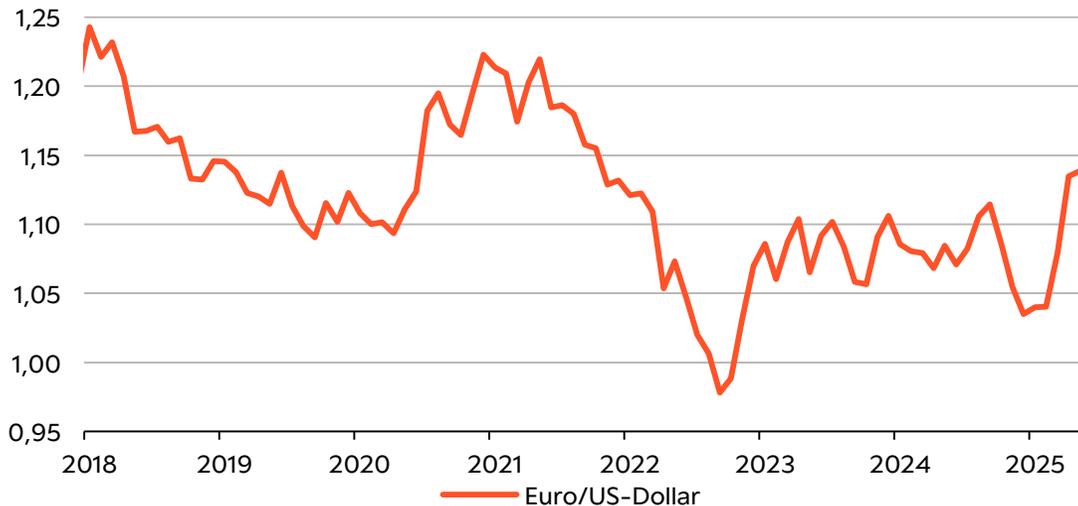
Währungen

Marktentwicklung

Die Dollarschwäche ist gekommen, um zu bleiben

- Der Markt rechnet derzeit damit, dass die Fed bis zum Jahresende zwei weitere Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte durchführen wird. Wir hingegen sehen keinen Spielraum für eine weitere geldpolitische Lockerung der Fed. Sollte sich diese Ansicht auch am Markt durchsetzen, könnte der Dollar davon profitieren.
- Dem gegenüber steht jedoch, dass die US-Wirtschaft in den kommenden Monaten voraussichtlich weiter an Schwung verlieren wird, während die Eurozone etwas Tritt fassen könnte. Dies würde wiederum für den Euro sprechen. Die gegenteiligen Effekte dürften sich jedoch in etwa aufheben. Insgesamt rechnen wir daher damit, dass der Dollar nicht zur Stärke vom Jahresbeginn zururckkehren kann und der Euro-Dollar-Kurs bis zum Jahresende tendenziell seitwärts tendiert. Langfristig wird der Dollar durch den von Trump verursachten Vertrauensverlust in die USA noch stärker unter Druck geraten.

US-Dollar verliert unter Trump deutlich an Attraktivität

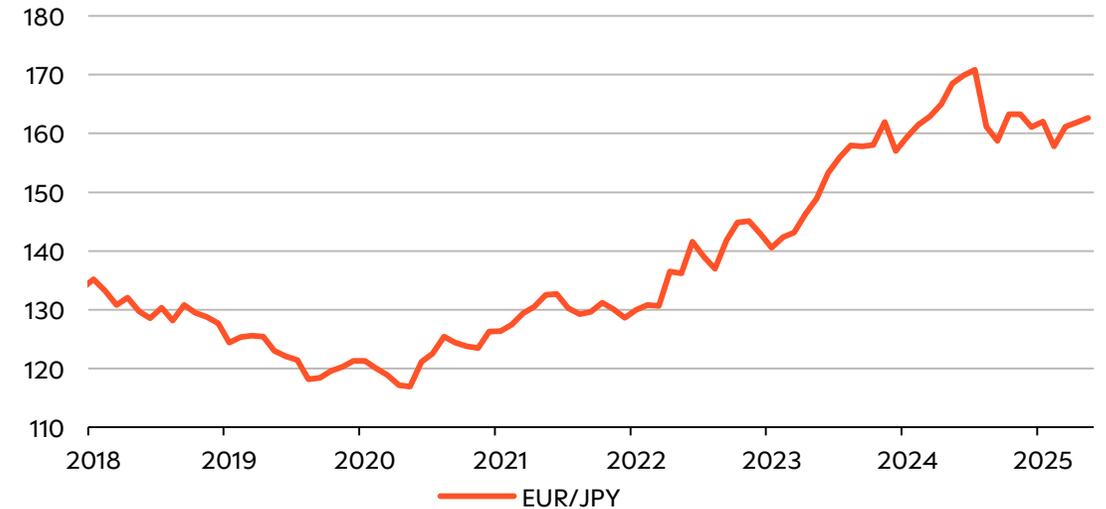


Zeitraum: 01/2018 – 05/2025 (Mai Daten bis zum 26.05.2025)

BoJ zwischen steigender Inflation und Konjunktursorgen

- Die Bank of Japan (BoJ) befindet sich aktuell in einer schwierigen Situation. Die Kerninflation lag im April bei 3,5 % und erreichte damit den höchsten Stand seit über zwei Jahren. Dies würde eigentlich für eine Leitzinsanhebung der BOJ sprechen, gleichzeitig wirken sich jedoch die US-Zölle, insbesondere die erhöheten Einfuhrkosten für Autos, negativ auf die japanische Konjunktur aus.
- Im ersten Quartal sank die Wirtschaftsleistung um 0,2 % im Vergleich zum Vorquartal, und eine Besserung ist noch nicht in Sicht. Die BOJ wird daher den Leitzins nur sehr langsam anheben. Das könnte dem japanischen Yen für den restlichen Jahresverlauf einen gewissen Rückenwind verleihen, da alle anderen großen Zentralbanken der Industrienationen die Zinsen auf dem aktuellen Niveau belassen oder sogar weiter senken werden.

Japanischer Yen gewinnt langsam an Stärke



Zeitraum: 01/2018 – 05/2025 (Mai Daten bis zum 26.05.2025)

Prognosen

Wechselkursprognosen

	27.05.2025	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø**
EUR/USD	1,13	1,14	1,15	1,16	1,17
EUR/GBP	0,84	0,86	0,86	0,86	0,86
EUR/CHF	0,94	0,95	0,94	0,95	0,96
EUR/JPY	164	160	161	159	160

Veränderung zum Euro (in %)

USD	-	-0,6	-1,5	-2,3	-2,8
GBP	-	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
CHF	-	-1,3	-0,3	-1,3	-1,8
JPY	-	2,2	1,6	2,9	2,2

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

**Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg) für Q4 2025 und Q4 2026



07

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

Kontakt

www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de

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