



Horizonte Handout

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Juli 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/>. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. 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 27.06.2025

Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktienrücksetzer zur Aufstockung genutzt	4
02	Volkswirtschaft US-Zölle verhindern mehr Wachstum	9
03	Aktien US-Allzeithochs nur eine Frage der Zeit	14
04	Anleihen Carry bleibt King	20
05	Rohstoffe Öl trotz Nahost-Konflikt seitwärts, Gold profitiert von steigenden Staatsschulden, Basismetalle bleiben knapp	25
06	Währungen US-Dollar verliert an Boden, Yen mit Rückenwind	28



01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (28.05.25 - 25.06.25)	■ YTD (31.12.24 - 25.06.25)	25.06.24	25.06.23	25.06.22	25.06.21	25.06.20
Aktien Emerging Markets	2,1	2,3	6,0	14,2	-2,2	-15,0	31,8
Brent	1,6	-15,2	-17,2	30,3	-21,7	96,1	69,2
Aktien Frontier Markets	1,3	5,2	11,7	15,8	-5,9	-5,8	28,1
Industriemetalle	0,5	-5,4	-6,1	12,3	-8,4	15,6	42,3
EUR Unternehmensanleihen	0,4	1,8	5,8	6,4	0,0	-12,3	3,2
EUR Staatsanleihen	0,1	1,7	4,7	3,3	-2,8	-7,8	0,0
Euro-Übernachteinlage	0,1	1,1	2,9	4,0	1,5	-0,6	-0,5
Aktien Industrienationen	-0,2	-4,5	4,7	25,3	9,2	-0,5	31,6
Globale Wandelanleihen	-0,9	-6,9	4,6	6,0	0,9	-14,1	37,1
Gold	-1,8	12,8	32,0	22,8	1,9	16,0	-5,1
REITs	-2,9	-8,7	-1,0	7,5	-17,3	3,0	22,0
USD/EUR-Wechselkurs	-3,2	-11,2	-8,1	1,7	-3,1	13,1	-6,0

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

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

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index; EUR Staatsanleihen: ICE BofA 1-10 Year Euro Government Index; EUR Unternehmensanleihen: ICE BofA Euro Corporate Index; 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: 25.06.2020 – 25.06.2025

Kapitalmarkt kompakt



Volkswirtschaft

Trumps Zollpolitik schwächt die USA und verschiebt den Aufschwung in der Eurozone. Handelsdeals bis Juli 2025?

Neue Bundesregierung: Rückenwind durch Reformen sowie Mehrausgaben für Militär und Infrastruktur.

Fed und jetzt auch EZB sind am Ende des Zinssenkungszyklus angekommen.



Aktien

US-Aktien stagnieren in Euro, DAX profitiert vom Politikwechsel der neuen Regierung.

Gewinnerwartungen für US-Unternehmen sind gesunken, Unsicherheiten durch Politik und Handelsstreit belasten. Allerdings erwarten wir nun keine großen negativen Gewinnrevisionen mehr.

Mittelfristig neue Höchststände auch in den USA möglich, vor allem dank Tech-Sektor und durch Nachfrage unterinvestierter Anleger.



Anleihen

Sichere Staatsanleihen durch Zinsvolatilität belastet, Aufwärtspotenzial nur bei Konjunkturschwäche zu erwarten.

Bei europäischen Unternehmensanleihen bleibt der Finanzsektor Favorit, Immobilienbereich rückt in den Blick.

In Schwellenländern erachten wir insbesondere Lo-kalwährungsanleihen als aussichtsreich.



Alternative Investments / Rohstoffe

Geopolitik am Ölmarkt nur von kurzer Dauer. Letztlich überwiegt das reichliche Angebot.

Gold trotz Allzeithoch langfristig bei steigenden Staatsschulden weiter attraktiv.

Industriemetalle profitieren neben den Investitionen in grüne Technologien mittelfristig zusätzlich von erhöhten Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben.



Währungen

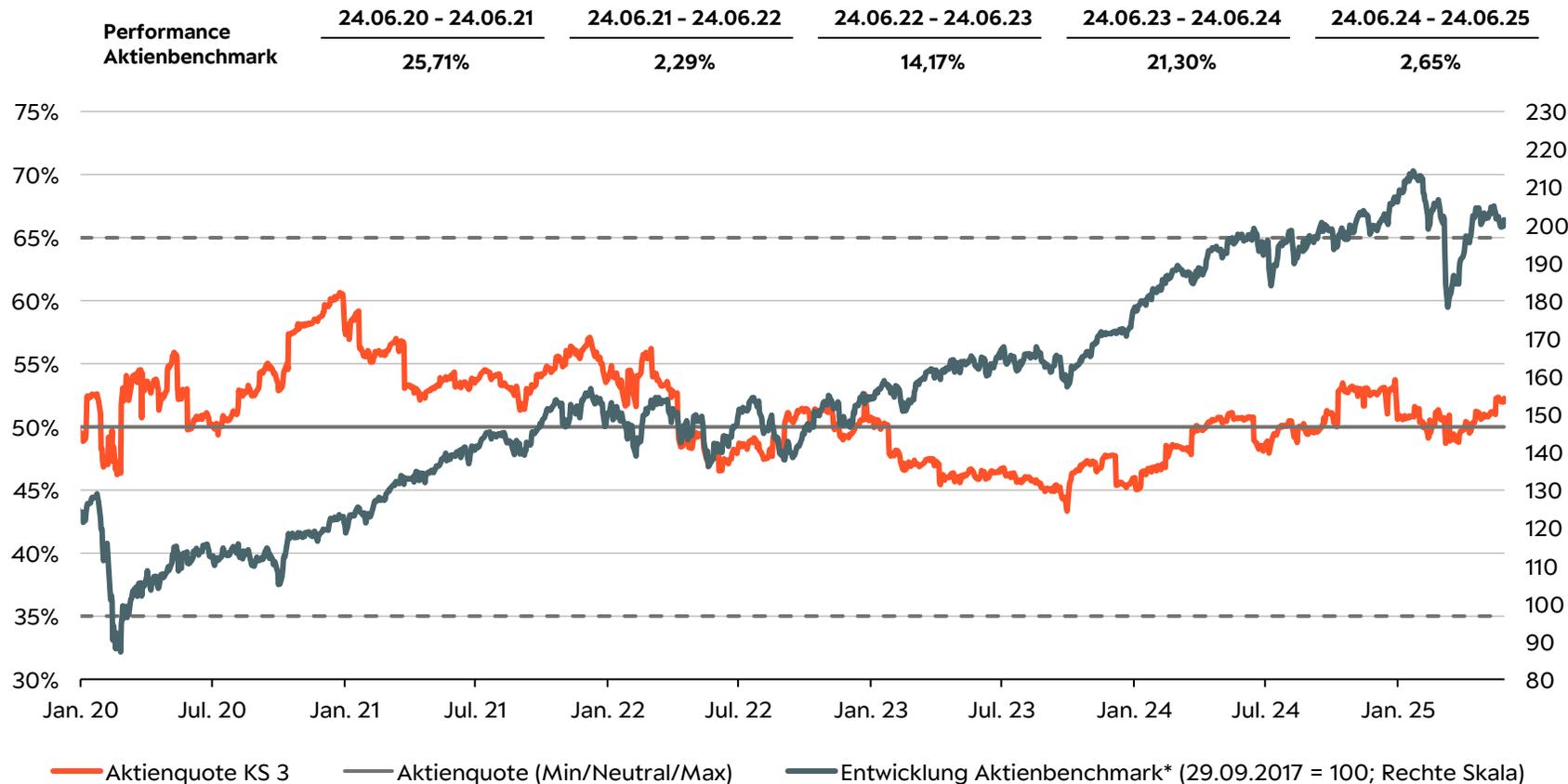
Die Dollarschwäche ist gekommen, um zu bleiben.

BOJ zwischen steigender Inflation und Konjunktursorgen.

Der japanische Yen dürfte von weiteren Zinsanhebungen profitieren.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Zeitraum: 24.06.2020 – 24.06.2025

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.

- Wir haben den Rücksetzer an den Märkten aufgrund der Eskalation im Nahostkonflikt genutzt, um unser Aktiengewicht auf ein leichtes, taktisches Übergewicht hochzufahren. Die beiden ersten Juliwochen gehören historisch gesehen zu den besten innerhalb eines Kalenderjahres. Zudem dürften die systematischen Strategien bis Mitte/Ende Juli Aktien weiter aufstocken. Viele diskretionäre Anleger sind darüber hinaus auch nach wie vor unterinvestiert.
- Wir haben u.a. einen ETF auf den Nasdaq 100 gekauft, da die Gewinnrevisionen sich deutlich verbessert haben und viele Tech-Unternehmen aufgrund ihres großen Auslandsumsatzes vom schwächeren US-Dollar profitieren dürften.
- Wir haben aber auch europäische Aktien leicht aufgestockt, sodass wir momentan keine klare regionale Aktienregionenpräferenz haben.



02

Volkswirtschaft

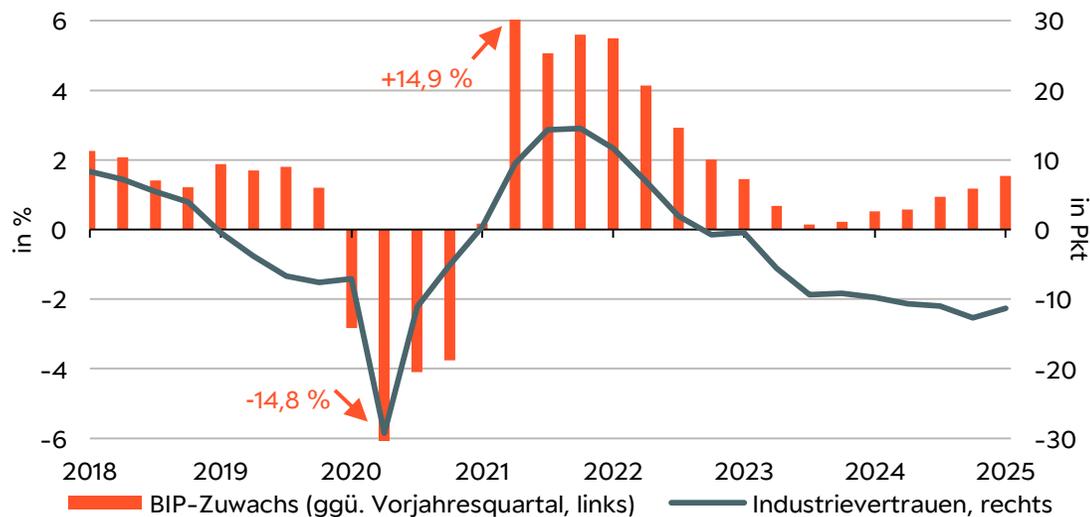


Eurozone

US-Zollpolitik verschiebt den Eurozonen-Aufschwung

- Das reale Bruttoinlandsprodukt der Eurozone expandierte im ersten Quartal mit 0,6 % im Vergleich zum Vorquartal stärker als erwartet. Neben einem sprunghaften Anstieg der Investitionen trugen insbesondere höhere Exporte zu dem guten Ergebnis bei. Dabei sind die starken Ausfuhren wohl insbesondere auf Vorzieheffekte zurückzuführen, da Unternehmen den drohenden US-Zöllen zuvorkommen wollten.
- Die unberechenbare US-Zollpolitik ist derzeit der Hauptbremsfaktor für die europäische Konjunktur. Die Verhandlungen zwischen den USA und der Europäischen Union (EU) kamen in den vergangenen Monaten nur schleppend voran. Da ein eskalierender Zollstreit beide Seiten hart treffen würde, erwarten wir, dass man sich zeitnah zumindest auf ein Rahmenabkommen einigen wird. Ein Ende der Planungsunsicherheit würde die hiesige Konjunktur wieder beleben.

BIP-Zuwachs in Q1 stärker als erwartet

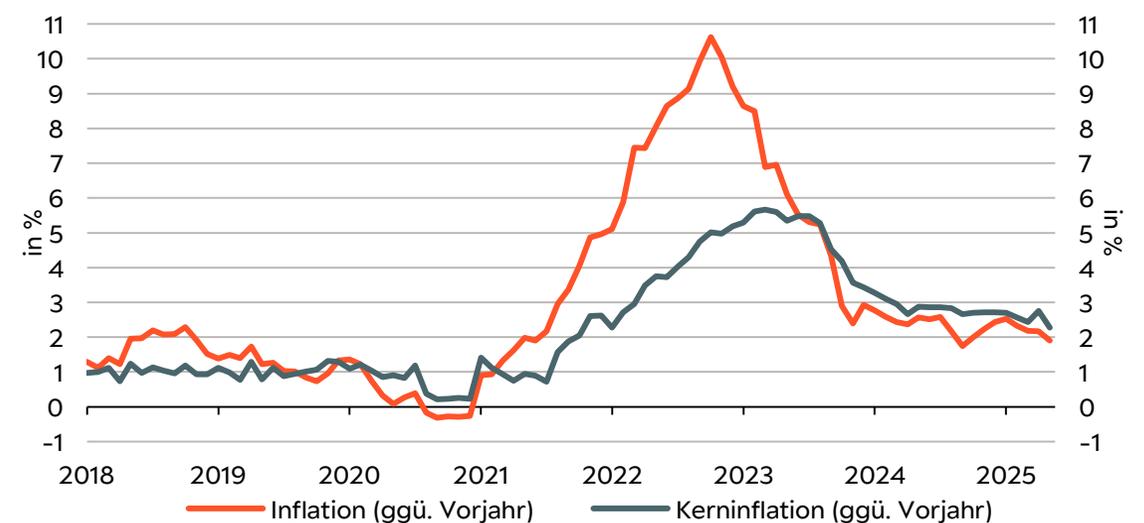


Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Keine weiteren Zinssenkungen der EZB in Sicht

- In der Eurozone ist die Inflation im Mai auf 1,9 % im Vorjahresvergleich zurückgegangen. Der starke Euro verbilligt Importe, und chinesische Waren, die aufgrund der hohen US-Zölle nach Europa umgelenkt werden, erhöhen den preislichen Wettbewerb in der Eurozone.
- Die gesunkene Inflation hat es der Europäischen Zentralbank (EZB) ermöglicht, am 5. Juni den Einlagesatz zum achten Mal seit Mitte 2024 auf nun 2,0 % zu senken. Diese geldpolitische Lockerung wird sich zunehmend positiv auf die Realwirtschaft auswirken. Es könnte jedoch der letzte Zinsschritt gewesen sein. Der Arbeitsmarkt ist derweil weiterhin stabil, und die steigenden Fiskalausgaben, insbesondere in Deutschland, werden ab dem Jahreswechsel für zusätzlichen Rückenwind sorgen.

Inflationsrate sinkt unter die zwei Prozent Marke



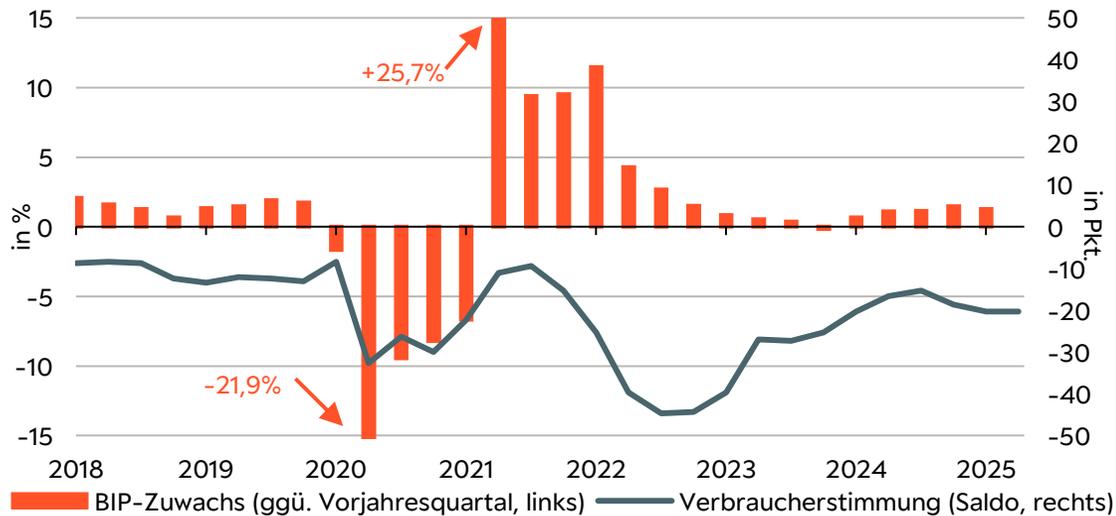
Zeitraum: 01/2018 – 05/2025

Großbritannien

Warten auf mehr Wachstum im zweiten Halbjahr

- Im April ist das britische BIP überraschend stark um 0,3 % im Vergleich zum Vormonat gesunken. Dies lag hauptsächlich an steuerbedingten Rückgängen bei Immobilien- und Autoverkäufen. Insgesamt scheint die britische Konjunktur weiterhin robust, wenngleich der Zollstreit mit den USA das Wachstum im zweiten Quartal voraussichtlich etwas dämpfen wird.
- 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 zu Beginn der zweiten Amtszeit von Donald Trump. In der zweiten Jahreshälfte werden sich jedoch die höheren Staatsausgaben, die Reallohnzuwächse der Verbraucher und die sinkenden Leitzinsen positiv auswirken. Für das Gesamtjahr 2025 rechnen wir daher mit einem BIP-Wachstum von 1,2 %.

Nach dem Handelsabkommen mit den USA lichtet sich der Ausblick

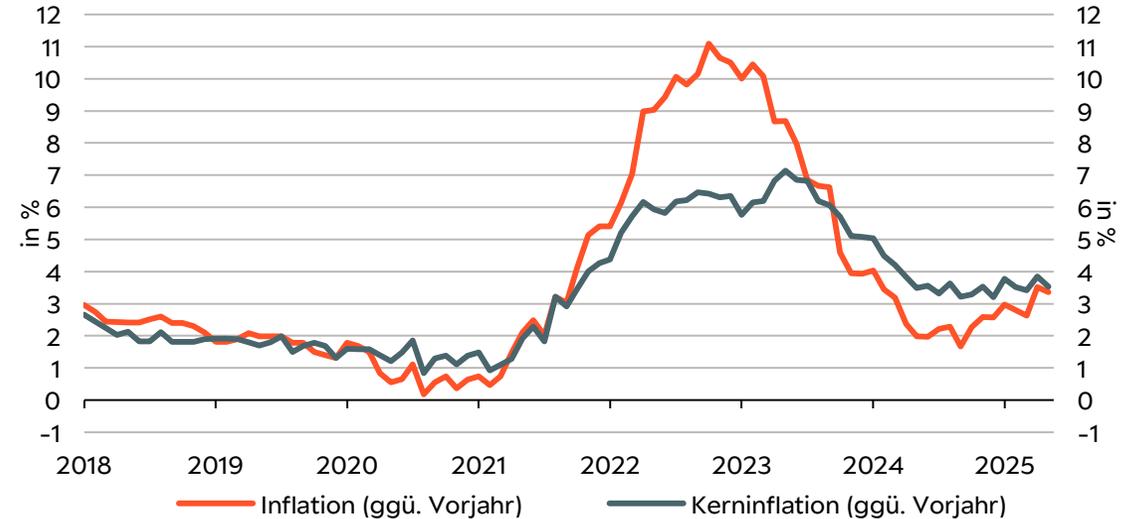


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Arbeitsmarkt und Lohndruck bestimmen das Vorgehen der BoE

- Zwar ist die Inflationsrate im Mai auf 3,4 % gesunken, sie liegt damit aber weiterhin deutlich über dem Zweiprozentziel der Bank of England (BoE). Insbesondere der Lohndruck im Dienstleistungssektor ist weiterhin hoch, sodass die Inflation voraussichtlich auch in den kommenden Monaten über 3 % liegen wird.
- Die weiterhin hohe Inflation hat es der BoE bei ihrer letzten Sitzung am 19. Juni nicht erlaubt, den Leitzins weiter abzusenken. Aufgrund des anhaltenden Preisdrucks rechnen wir aktuell damit, dass die BoE den Leitzins erst im kommenden Jahr von aktuell 4,25 % auf dann 3,75 % senken wird. Sollten die britischen Firmen die steigenden Lohnkosten aber weniger stark an die Verbraucher weitergeben als derzeit erwartet, könnte die nächste Zinsanhebung doch noch dieses Jahr erfolgen.

Inflationsdruck weiterhin hoch



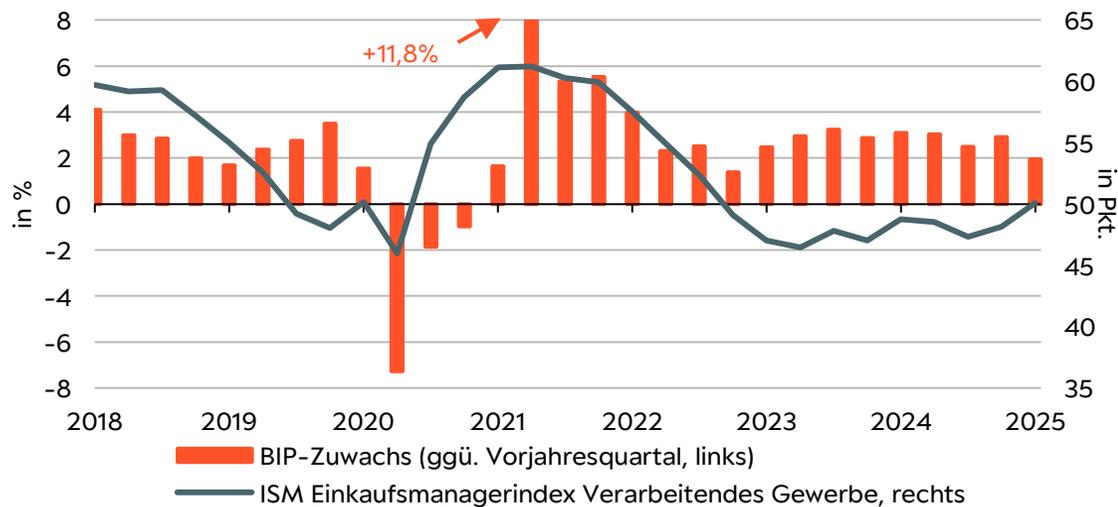
Zeitraum: 01/2018 – 05/2025

USA

Trump schadet den USA mehr als anderen Ländern

- Insgesamt erscheint die US-Wirtschaft bisher noch recht robust. Jedoch werden die restriktive Einwanderungspolitik unter Trump sowie die protektionistische Handelspolitik das Wachstum in den USA voraussichtlich deutlich verlangsamen. Angesichts der hohen Unsicherheit halten sich die Unternehmen mit Investitionen zurück, und auch die Stimmung unter den Verbrauchern hat sich zuletzt eingetrübt.
- Die USA haben sich mit Großbritannien auf ein erstes Handelsabkommen geeinigt und mit China ein Rahmenabkommen abgeschlossen. Weil die Schäden für die USA sonst erheblich sein könnten, erwarten wir, dass Trump aus eigenem Interesse bis Mitte Juli Handelsabkommen mit der EU und anderen Regionen abschließen wird.

Zolleffekt auf US-Wirtschaft noch nicht sichtbar

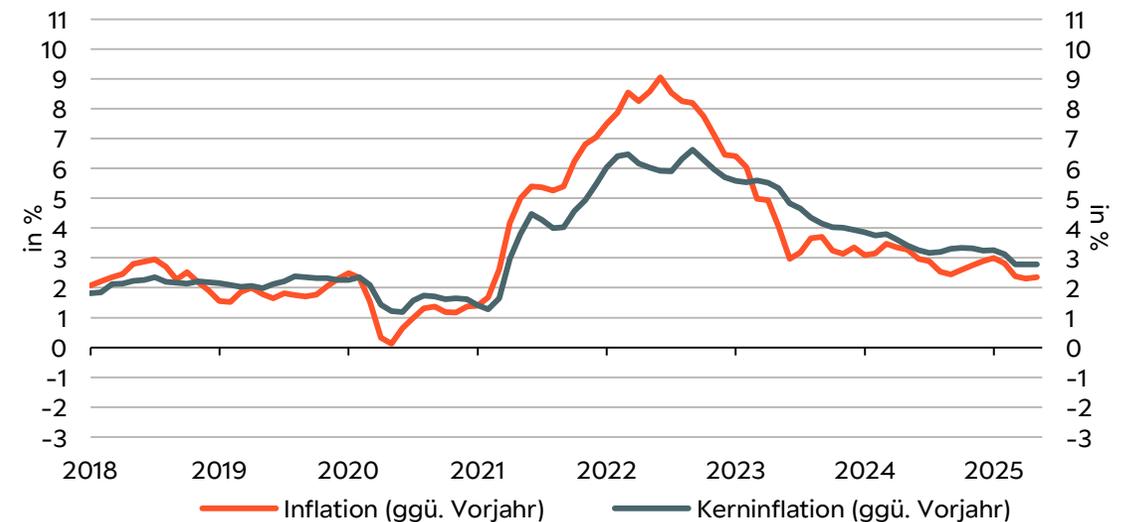


Zeitraum: 01/2018 – 03/2025

Keine weiteren Zinssenkungen trotz Trumps Drängen

- Die restriktivere US-Einwanderungspolitik und die höheren Einfuhrzölle werden den Preisdruck in den USA erhöhen und die Inflationsrate in den kommenden Monaten wieder ansteigen lassen. Die kurzfristigen Inflationserwartungen von Verbrauchern und Unternehmen haben in den USA zuletzt bereits deutlich zugelegt. Zeitgleich ist der Arbeitsmarkt noch immer robust, sodass sich die Fed weiterhin auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren kann und den Leitzins nicht weiter senken wird.
- Der Markt rechnet derzeit damit, dass die Fed den Leitzins bis zum Jahresende noch zwei Mal um 25 Basispunkte senken wird. Wir hingegen sehen aufgrund des anhaltenden Inflationsdrucks keinen Spielraum für eine weitere geldpolitische Lockerung der US-Notenbank.

Inflationsrate dürfte mittelfristig über zwei Prozent verharren



Zeitraum: 01/2018 – 05/2025

Prognosen

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2025		2026		2027		2025		2026		2027	
	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**	 Ø**	Ø**
USA	1,6	1,4	1,6	1,6	1,6	1,9	3,0	3,0	2,8	2,8	2,6	2,4
Eurozone	1,0	1,0	1,3	1,1	1,5	1,5	2,0	2,0	1,8	1,9	2,3	2,0
Deutschland	0,3	0,2	1,2	1,1	1,4	1,7	2,1	2,2	1,6	2,0	2,2	2,1
Frankreich	0,3	0,5	0,9	0,8	1,2	1,3	0,8	1,0	1,7	1,6	2,1	1,8
Italien	0,7	0,5	1,1	0,8	0,9	0,9	1,7	1,8	1,7	1,7	2,2	1,9
Spanien	2,4	2,4	2,3	1,8	2,4	1,8	2,1	2,3	1,8	1,9	2,2	2,0
Großbritannien	1,2	1,1	1,2	1,2	1,5	1,5	3,4	3,2	2,4	2,3	2,2	2,0
Japan	1,1	0,8	1,0	0,7	1,0	0,8	3,2	2,8	2,0	1,8	1,7	2,0
China	4,4	4,5	4,0	4,2	3,9	4,1	0,2	0,3	1,3	1,0	1,9	1,5
Welt*	2,4	-	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-Allzeithochs nur eine Frage der Zeit

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Zeitraum: 25.06.2020 – 25.06.2025

Neue Allzeithochs auch in den USA wahrscheinlich

Im Juni traten die Aktienmärkte mehrheitlich auf der Stelle. US-Aktien entwickelten sich dabei, in Euro gerechnet, leicht besser als der Rest der Welt. Deutsche und europäische Aktien verzeichneten hingegen Verluste.

In Q3 dürfte es wieder die eine oder andere Volatilitätsspitze geben. Dafür sprechen sich wahrscheinlich abkühlende US-Konjunkturdaten, eine niedrigere Liquidität über die Sommermonate sowie Trumps erratisches Verhalten. In der Vergangenheit hat er oft kurz vor bevorstehenden „Deals“ diese noch mal infrage gestellt, um nachzuverhandeln. Sollte es dieses Mal auch so kommen, dürfte dies wieder für eine (kurzfristige) Unsicherheit im Juli/August sprechen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die Rücksetzer letztendlich als Kaufgelegenheit gesehen werden. Wir rechnen auch nicht damit, dass die Tiefstände von April getestet werden, da mit der weniger optimistischen Anlegerstimmung und -positionierung auch die Fallhöhe niedriger ausfallen dürfte.

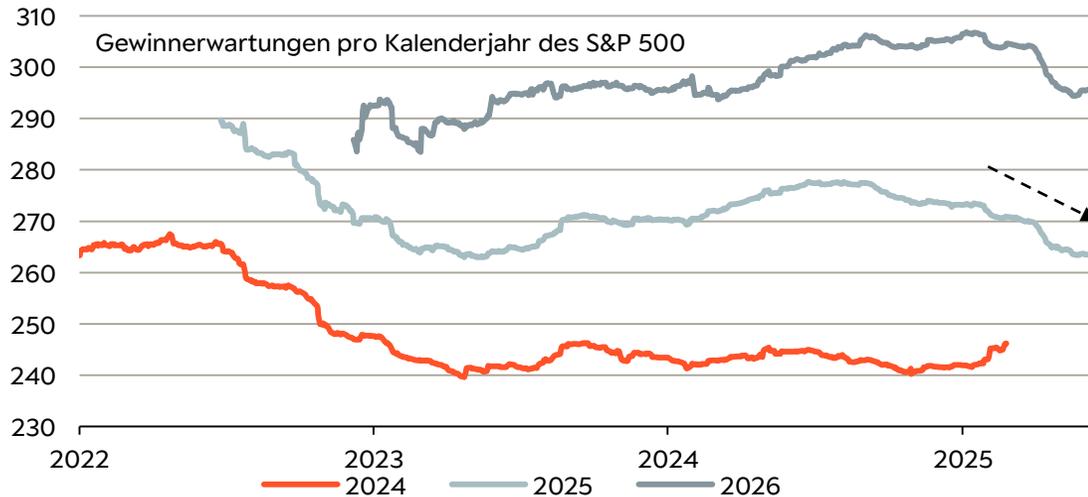
Sofern es keine größeren politischen Überraschungen gibt, dürfte der Weg des geringsten Widerstands mittelfristig von neuen Höchstständen geprägt sein – getragen von starken Fundamentaldaten im Technologie-/KI-Sektor, einer stabilen Nachfrage durch systematische Strategien infolge verbesserter Volatilitäts- und Momentum-Signale sowie Käufen aktiver Investoren bei Rücksetzern.

Q2-Berichtssaison im Fokus

Negative Gewinnrevisionen dürften abebben

- Die Gewinnerwartungen für den S&P 500 wurden von 14 % auf 8 % für 2025 nach unten korrigiert – das ist eine realistischere Einschätzung angesichts einer sich abkühlenden US-Konjunktur.
- Trumps unberechenbares Verhalten, geringere Immigration und höhere Zölle könnten die Unternehmensgewinne jedoch zusätzlich belasten.
- Positiv wirken dagegen fiskalische Impulse und der schwächere US-Dollar, was vor allem exportorientierten US-Tech-Firmen zugutekommt. Zudem dürften Deregulierungsbemühungen im weiteren Jahresverlauf unterstützend wirken.

Reduzierte Gewinnwachstumserwartungen 2025 nun realistischer

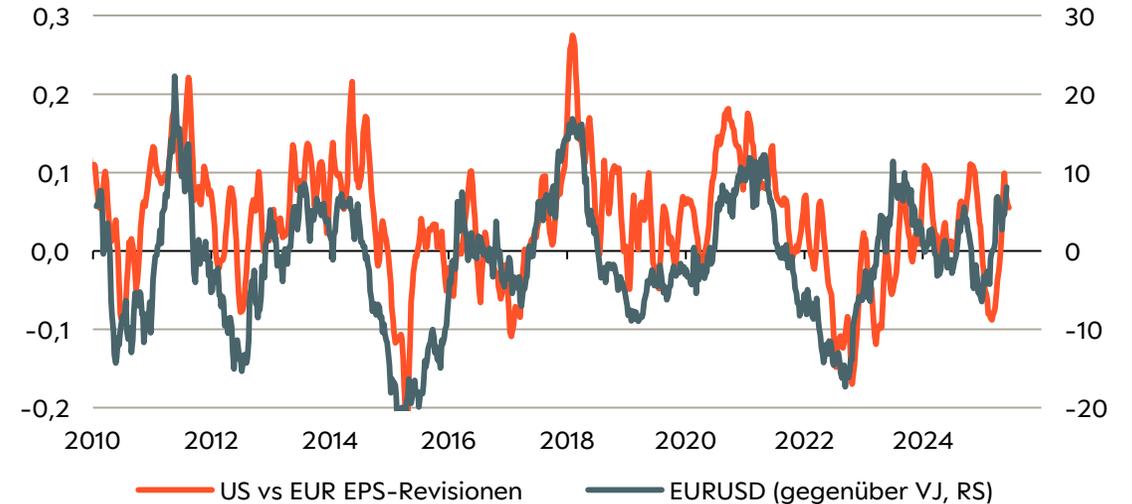


Zeitraum: 01.01.2022–25.06.2025

Europäische Nebenwerte mit Potenzial

- Die Q2-Berichtssaison wird bei Anlegern im Fokus stehen, vor allem die Gewinnmargen und der Ausblick der Unternehmen. Der schwache US-Dollar dürfte zu positiven Überraschungen bei US-Unternehmen mit einem hohen internationalen Umsatzanteil führen. Die „höher für länger“-US-Zinsen dürften hingegen US-Unternehmen mit hohen Verschuldungen und hohen Refinanzierungskosten belasten. Dazu dürften einige US-Nebenwerte gehören.
- Europäische Small Caps profitieren hingegen neben der günstigeren Bewertung von niedrigeren Zinsen und einem besseren Wachstumsmomentum in Europa.

US-Unternehmen dürften von schwachem US-Dollar profitieren



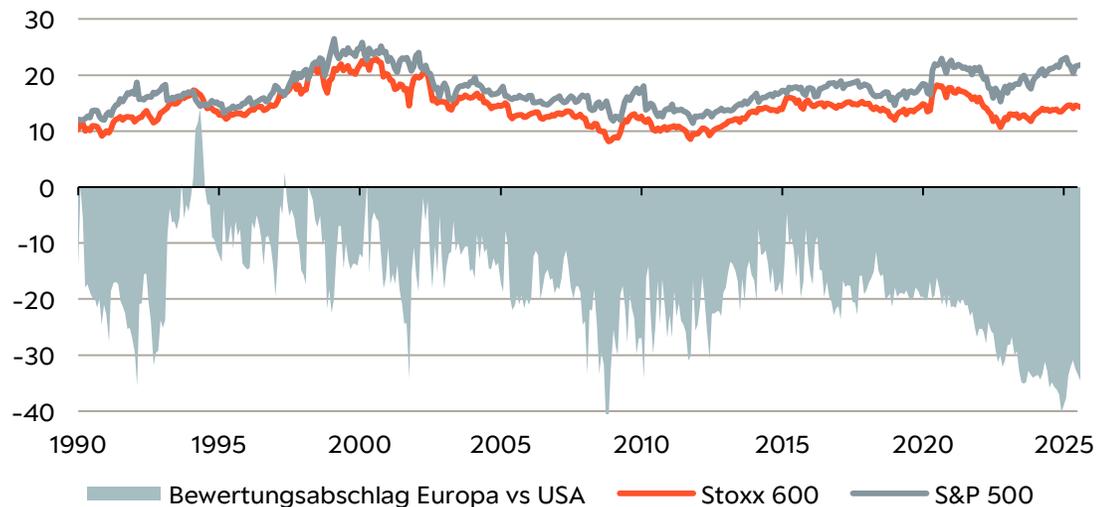
Zeitraum: 01.01.2010–13.06.2025

Rezession nun wieder ausgepreist

US-Aktien weiterhin historisch teuer bewertet

- Nachdem der Konsens im April noch eine Rezessionswahrscheinlichkeit von rund 50 % für die USA gesehen hat, ist diese Zahl zuletzt deutlich gesunken, im Einklang mit Trumps Zurückrudern im Zollstreit. Obwohl die US-Gewinnschätzungen in den letzten Monaten reduziert worden sind, hat sich der S&P 500 mehr als 20 % von seinen Tiefständen erholt.
- Mit dem Preis sind auch die Bewertungen gestiegen. Während europäische Aktien nahe ihren historischen Durchschnitten handeln, steht das KGV für den S&P 500 bei beinahe 22 – und damit 25 % höher als der historische Durchschnitt seit 1987.

Europäische Aktien noch immer günstig relativ zu den USA

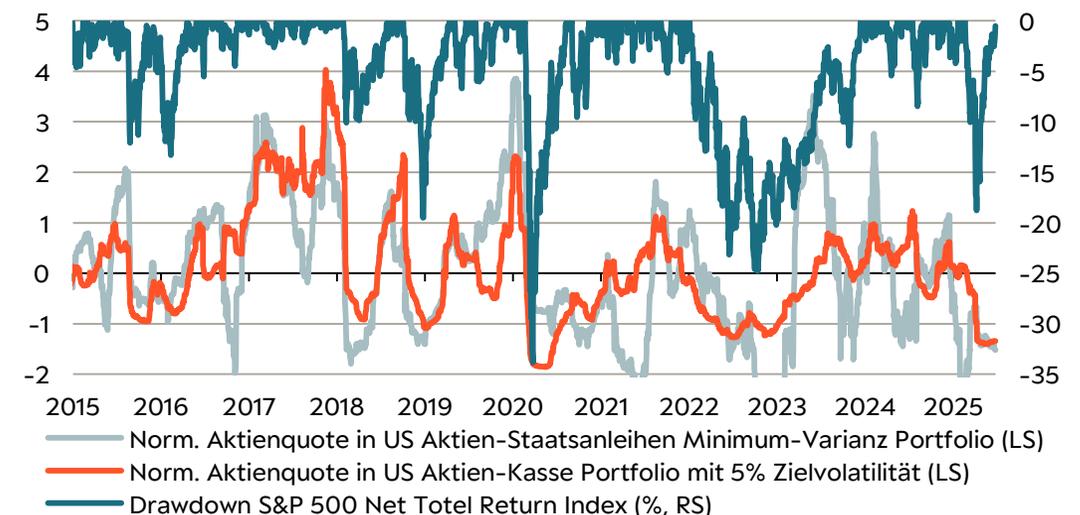


Zeitraum: 01.01.1990 – 25.06.2025

„Pain-Trade“ wohl weiter nach oben

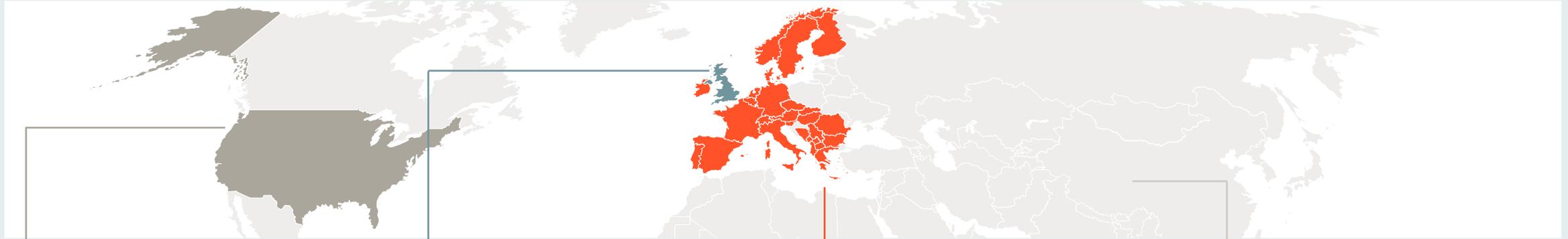
- Sofern es keine größeren politischen Überraschungen gibt, dürfte der Weg des geringsten Widerstands mittelfristig von neuen Höchstständen geprägt sein – getragen von starken Fundamentaldaten im Technologie-/KI-Sektor, einer stabilen Nachfrage durch systematische Strategien infolge verbesserter Volatilitäts- und Momentum-Signale sowie Käufen aktiver Investoren bei Rücksetzern.
- Schwellenländeraktien erhalten vom schwachen US-Dollar und der relativ attraktiven Bewertung Rückenwind. Sie bleiben eine lohnende Beimischung. Angesichts der erhöhten Unsicherheit unter Donald Trump haben wir für die kommenden Monate keine große regionale Präferenz.

Systematische Anlagestrategien noch nicht wieder hoch positioniert



Zeitraum: 01.01.2015 – 25.06.2025

Aktien Allokation



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. Positiv wirken dagegen fiskalische Impulse, die Unterstützung systematischer Anlagestrategien und der schwächere US-Dollar, der vor allem exportorientierten US-Tech-Firmen zugutekommen dürfte.

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

	25.06.2025	31.12.2025	30.06.2026	In 12 Monaten
	Aktuell			Ø*
S&P 500	6.092	6.400	6.600	6.624
DAX	23.498	24.000	25.500	26.717
Euro Stoxx 50	5.252	5.700	6.000	5.913
MSCI Großbritannien	2.477	2.600	2.750	2.824

Indexpotential (in %)

S&P 500	-	5,1	8,3	8,8
DAX	-	2,1	8,5	13,9
Euro Stoxx 50	-	8,5	14,2	12,6
MSCI Großbritannien	-	5,0	11,0	14,0



04

Anleihen

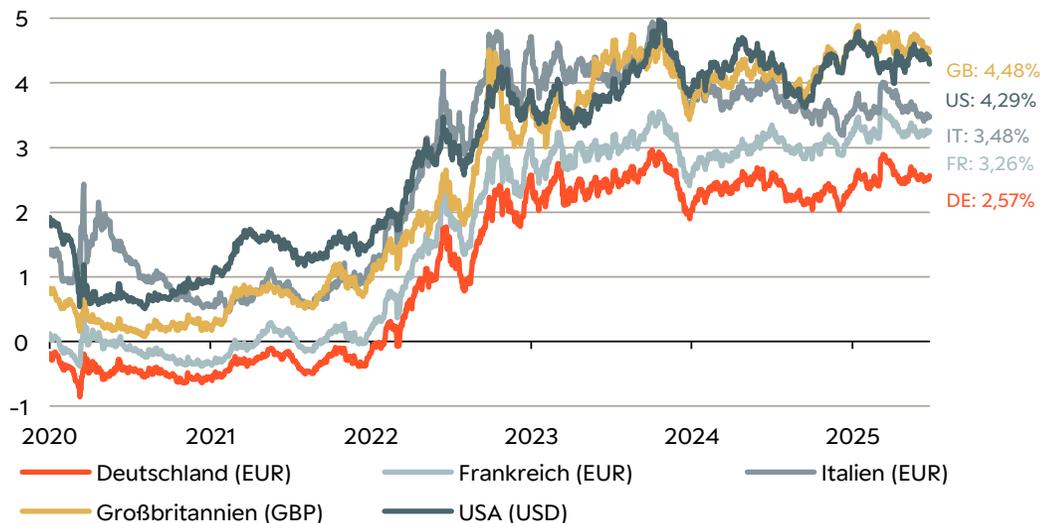


Trübe Aussichten für sichere Staatsanleihen

Sichere Staatsanleihen durch Zinsvolatilität belastet

- Wie von uns erwartet, hat sich der Aufschwung der US-Treasuries der ersten drei Monate des Jahres nicht fortgesetzt. Stattdessen hatten im zweiten Quartal sichere Staatsanleihen aus Europa die Nase vorn – Bundesanleihen und britische Gilts legten zu. Im Umfeld zunehmender Befürchtungen über eine steigende Staatsverschuldung stuft mit Moody's auch die letzte der drei großen Ratingagenturen die Bonität der USA auf die nur noch zweithöchste Stufe herab.
- Deutsche Bundesanleihen dagegen waren im Zuge der zollpolitisch bedingten Markturbulenzen als Sicherheitsanker gesucht. Zusätzlich erfuhren sie durch eine fallende Inflationsrate auf im Vorjahresvergleich nur noch 2,1 % im Mai sowie durch zwei Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) von jeweils 25 Basispunkten im April und Juni Rückenwind.

10-jährige Renditen (%) zuletzt volatil

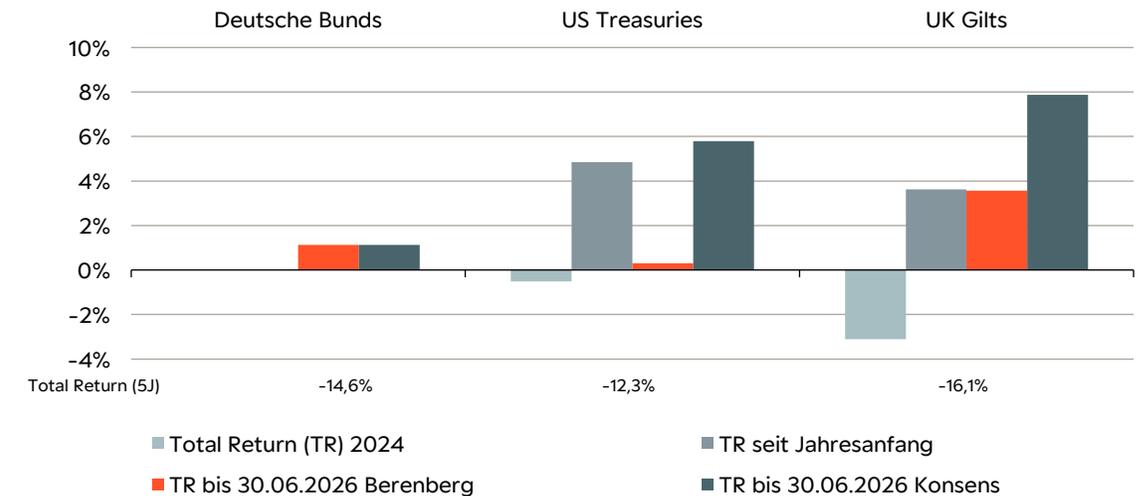


Zeitraum: 01.01.2020–25.06.2025

Staatspapiere mit nur nachhaltig attraktiven Ertragsaussichten

- Damit dürfte das Potenzial allerdings ausgereizt sein – wie für die US Fed rechnen wir auch für die EZB bis ins kommende Jahr hinein mit keinerlei (weiteren) Zinssenkungen. Auch sollte angesichts der konjunkturell und handelspolitisch bedingt höheren Schwankungsbreite der Makrodaten die Volatilität sicherer Staatsanleihen erhöht bleiben, ohne dass die Renditen längerer Laufzeiten dauerhaft sinken.
- Vor diesem Hintergrund lassen Staatspapiere hoher und höchster Bonität auf absehbare Zeit sowohl nominal als auch real nachhaltig attraktive Ertragsaussichten vermissen.

Sichere Staatsanleihen: Potenziale niedrig bis ausgereizt



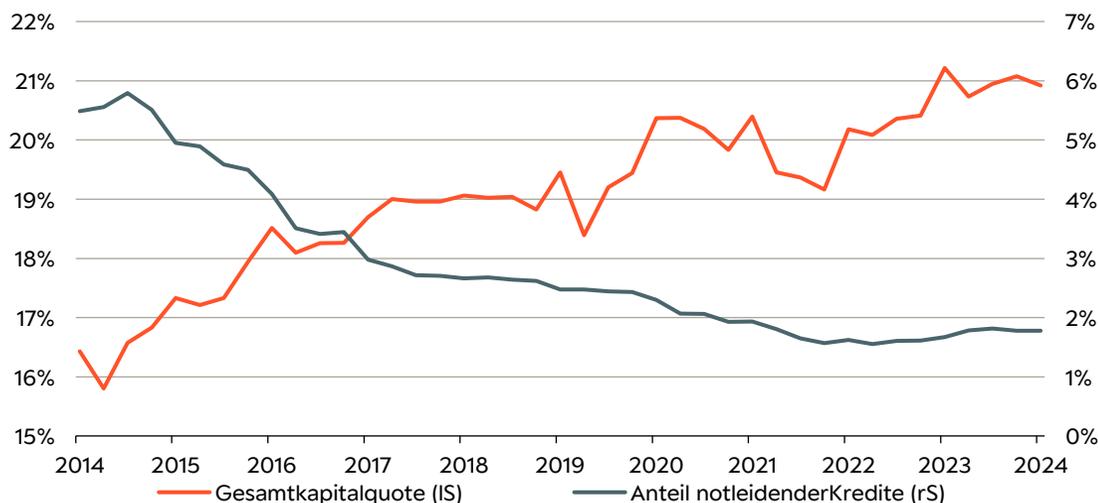
Zeitraum: 19.06.2020–19.06.2025

Euro-Finanzsektor bleibt Favorit; EM-Lokalwährungsanleihen aussichtsreich

Unternehmensanleihen: Carry im Fokus

- Die weitere Entwicklung europäischer Unternehmensanleihen wird maßgeblich davon abhängen, ob die USA und Europa in konjunkturelle Schwierigkeiten geraten und dies zu einer Neubewertung von Kreditrisiken führt. Derzeit zeigen sich in den Risikoprämien keine Konjunktursorgen. Die Bewertungen im IG-Bereich sind allenfalls noch als fair zu bezeichnen, wohingegen das Hochzins-Segment eher teuer erscheint. Jedoch ist seit Ende der Negativzinsphase für viele Investoren zunehmend das Renditeniveau und weniger der Risikoaufschlag ausschlaggebend.
- Bezüglich der Finanzkennzahlen der Unternehmen zeigen sich überwiegend noch keine Eintrübungen, und wir nutzen die Möglichkeit, eine im Vergleich zu defensiveren Segmenten höhere laufende Verzinsung („Carry“) bei Unternehmenspapieren zu vereinnahmen.

Unternehmensanleihen: Banken zunehmend besser aufgestellt

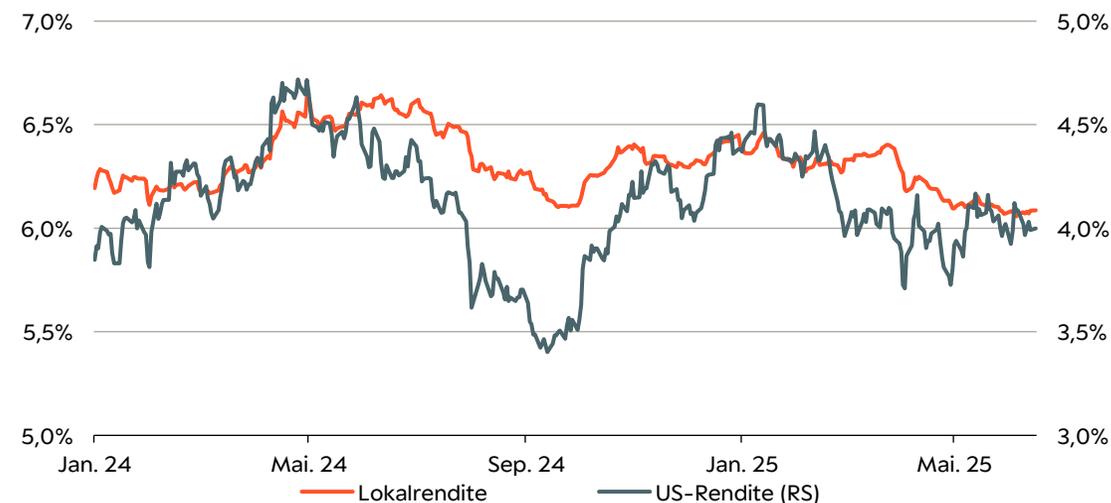


Zeitraum: 31.12.2014–31.12.2024, Quartalsdaten

Schwellenländeranleihen: Lokalwährungen bevorzugt

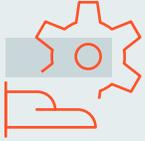
- Nach den Marktturbulenzen infolge der Zollankündigungen am „Liberation Day“ Anfang April sah sich US-Präsident Trump gezwungen, zurückzurudern und eine 90-tägige Zollpause für Verhandlungen einzuräumen. Dies führte seither zu einer Erholung in Risikoanlagen, wovon auch Schwellenländeranleihen profitierten.
- Die jüngste Kombination aus Währungsaufwertungen und Renditerückgängen dagegen zeigt nicht nur ein gestärktes Investorenvertrauen in Schwellenländermärkte, sondern verschafft den lokalen Notenbanken auch die notwendige Flexibilität, ihre Leitzinsen eigenständig und in Einklang mit ihrer wirtschaftlichen Entwicklung zu senken. Vor diesem Hintergrund präferieren wir das Lokalwährungssegment nicht nur wegen seiner attraktiven Verzinsung, sondern erwarten weitere Renditerückgänge, da die Inflation bereits überwunden ist und sich die Wirtschaft infolge der Zölle abzukühlen beginnt.

Schwellenländer: Geldflüsse in Lokalwährungspapiere halten an



Zeitraum: 01.01.2024–17.06.2025

Anleihen Allokation



Kernsegmente

Staatsanleihen

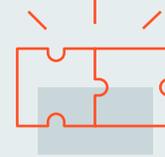
untergewichten

- 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 wieder 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.
- Katastrophenanleihen sowie Hochzinsanleihefonds mit defensiverem Profil erachten wir weiter als attraktiv.

Prognosen

Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

	25.06.2025	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,25-4,50	4,25-4,50	4,05	4,25-4,50	3,70
10J US-Rendite	4,29	4,80	4,25	4,90	4,17
Eurozone					
Leitzins**	2,15	2,00	1,90	2,00	1,90
10J Bund-Rendite	2,56	2,70	2,64	2,80	2,76
Großbritannien					
Leitzins	4,25	4,25	3,75	4,00	3,45
10J Gilts-Rendite	4,48	4,70	4,38	4,70	4,25

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

**Einlagensatz

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.06.2025



05

Rohstoffe

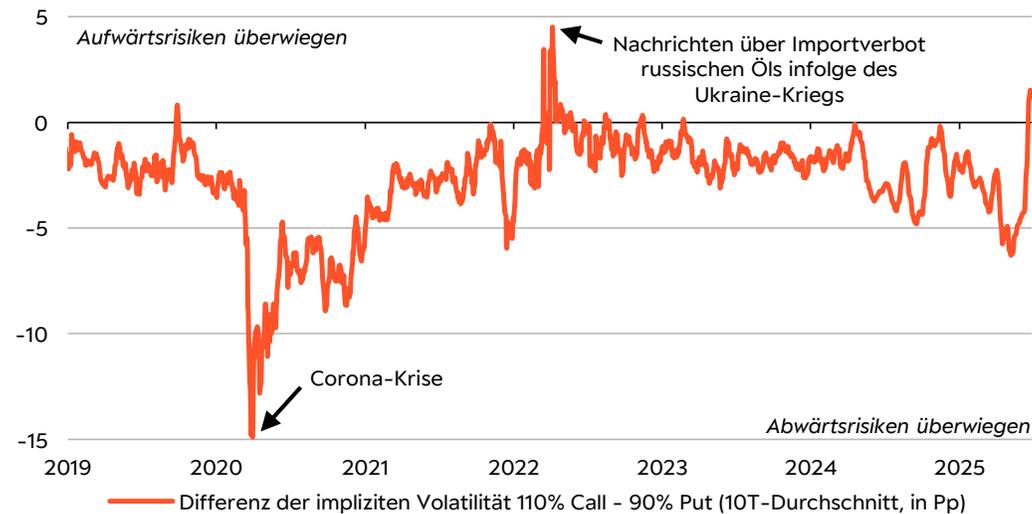
Rohöl ohne Eskalation des Nahost-Konflikts weiter seitwärts

Turbulente Zeiten, aber letztlich überwiegt das reichliche Angebot

- Der Ölpreis hat ein turbulentes zweites Quartal hinter sich. Anfang April verlor die Sorte Brent binnen weniger Tage mehr als 15%. Auch am Ölmarkt schürte der „Liberation Day“ Sorgen um die globale Konjunktur. Viel schwerwiegender war allerdings die 180-Grad-Wende der OPEC+-Politik. So entschied das Kartell unter der Führung von Saudi-Arabien die Produktion für die Monate Mai, Juni und Juli um jeweils 411 kbpd auszuweiten.
- Die Wende am Ölmarkt kam mit der Eskalation im Nahen Osten. Vom Tief Anfang Mai bis zum Höhepunkt des Konflikts Mitte Juni legte der Ölpreis mehr als 30% zu. Nachdem die Vergeltungsschläge des Iran für die US-Luftangriffe sehr moderat ausfielen und in der Folge die USA einen Waffenstillstand zwischen Israel und dem Iran verhandeln konnten, fiel der Ölpreis ebenso schnell, wie er gestiegen war.

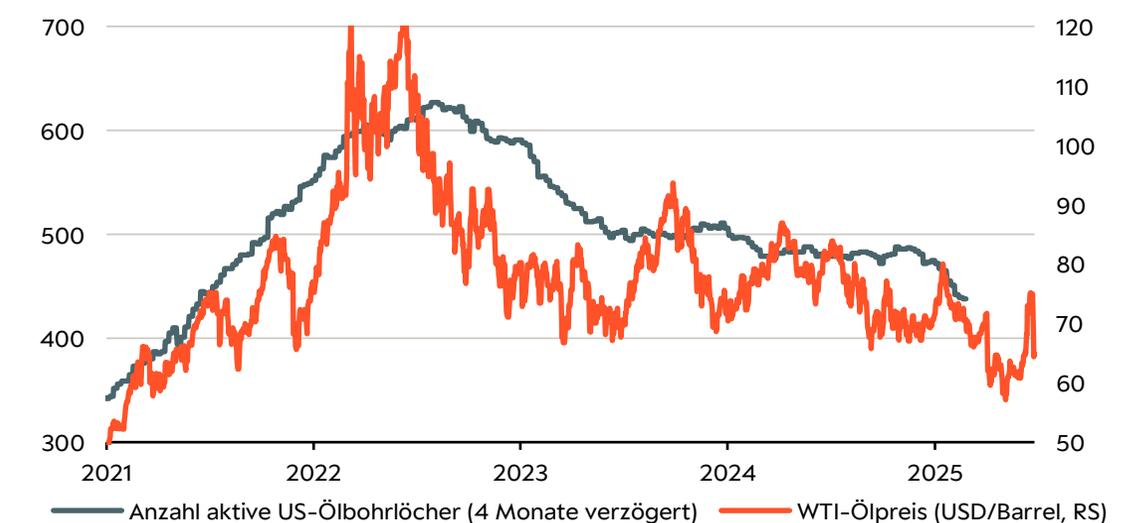
- Der Konflikt zwischen Israel und dem Iran scheint zwar pausiert aber nicht beendet. Und damit bleibt das Risiko, dass sich ein in die Enge gedrängtes Regime tatsächlich dazu entscheidet die Straße von Hormus zu blockieren, wodurch 20% des weltweiten Öl- und 30% des LNG-Angebots betroffen wären. Der Ölpreis dürfte dann über 100 US-Dollar je Barrel steigen. Die Wahrscheinlichkeit für dieses Risiko bleibt allerdings äußerst gering, denn damit würde der Iran sich auch seine Nachbarstaaten zum Feind machen.
- Jenseits der Geopolitik ist das Ölangebot reichlich, aber vor allem in den USA preissensitiv. Die Anzahl der aktiven Bohrlöcher der US-Schieferölproduzenten ist seit dem Drawdown Anfang April um fast 10% gefallen. Eine Fortsetzung der Seitwärtsbewegung zwischen 60 und 80 US-Dollar erscheint damit wahrscheinlich.

Stimmungswechsel am Ölmarkt oft nur von kurzer Dauer



Zeitraum: 01.01.2019 – 25.06.2025

US-Produzenten reduzieren Bohraktivität infolge niedriger Preise



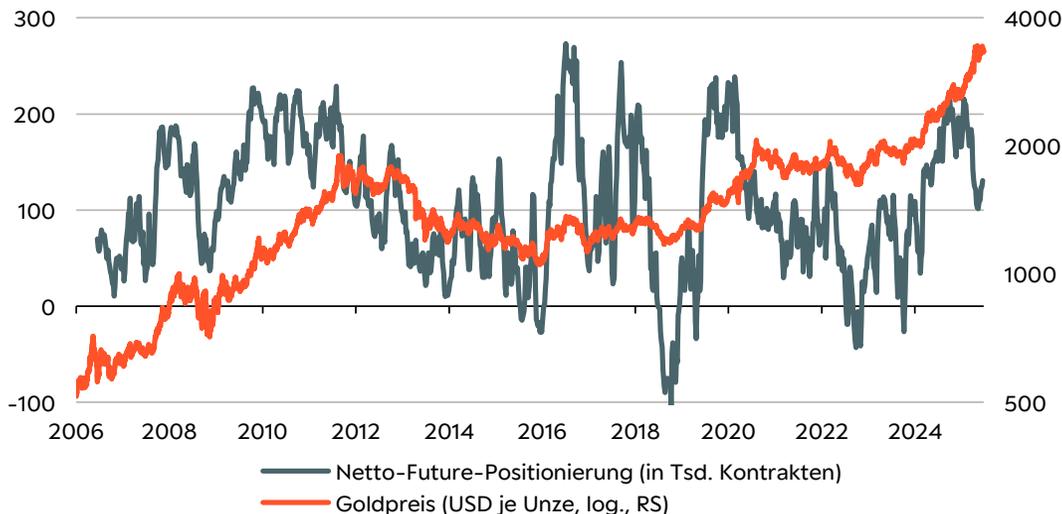
Zeitraum: 01.01.2021 – 25.06.2025

Gold bleibt hoch im Kurs

Steigende Staatsschulden und Zentralbankkäufe stützen Gold

- Gold konnte sich dem breiten Abverkauf an den Finanzmärkten infolge der Einführung reziproker Zölle Anfang April nicht gänzlich entziehen. Temporäre Wachstumssorgen, ein schwächerer Dollar sowie Befürchtungen einer stark steigenden Staatsverschuldung in den USA wirkten dem jedoch entgegen und stützten den Goldpreis im zweiten Quartal.
- Die weiterhin starke Nachfrage seitens Zentralbanken, die anhaltenden geopolitischen Spannungen sowie das steigende US-Haushaltsdefizit, welches die Tragfähigkeit der US-Schulden zunehmend infrage stellt, dürften neben einem sich weiter abschwächenden Dollar und einer bislang neutralen Positionierung den Goldpreis mittelfristig weiter stützen.

Gold ohne extreme Future-Positionierung auf Allzeithoch

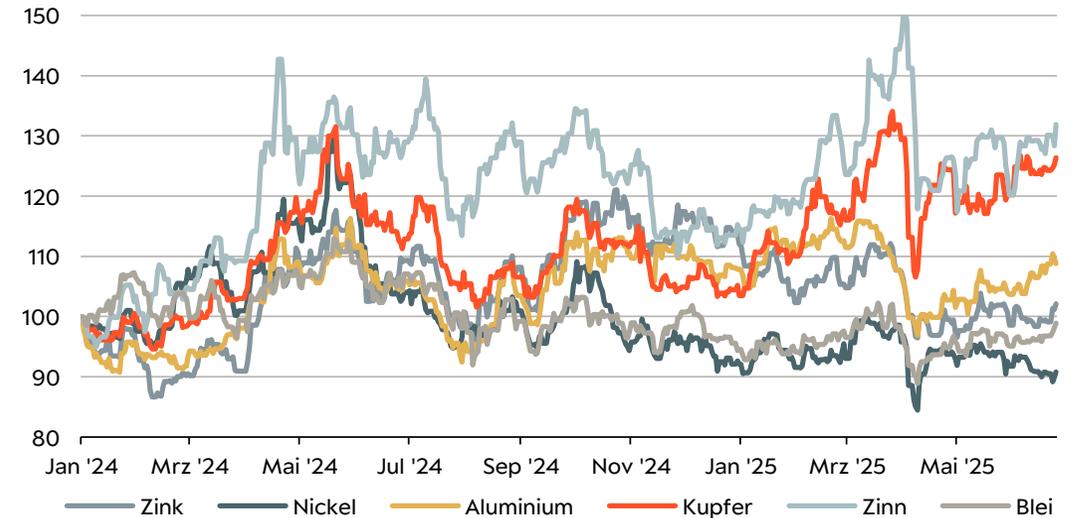


Zeitraum: 01.01.2006 – 25.06.2025

Industriemetalle im Spannungsfeld der Zollpolitik

- Die Ankündigung reziproker Zölle und die damit verbundenen Wachstumsängste führten zu starken Kursverlusten an den Industriemetallmärkten – Kupfer verlor zeitweise bis zu 15 % an Wert. Trotz der neuen Zölle auf Stahl- und Aluminiumimporte erholten sich einige Industriemetalle rasch. Grund dafür war eine vorgezogene Nachfrage, die durch die Sorge vor einer Ausweitung der Zölle auf weitere Metalle sowie durch niedrige Lagerbestände ausgelöst wurde.
- Wenngleich die US-Handelspolitik ein treibender Faktor bleibt und ein spürbarer Wirtschaftsaufschwung für eine nachhaltig positive Preisentwicklung nötig ist, bleibt die strukturelle Nachfrage aufgrund der grünen Transformation sowie der erhöhten Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben doch ungebrochen und dürfte die Industriemetallpreise mittel- bis langfristig weiter unterstützen.

Industriemetalle erholen sich langsam vom Zollschock



Zeitraum: 01.01.2024 – 25.06.2025



06

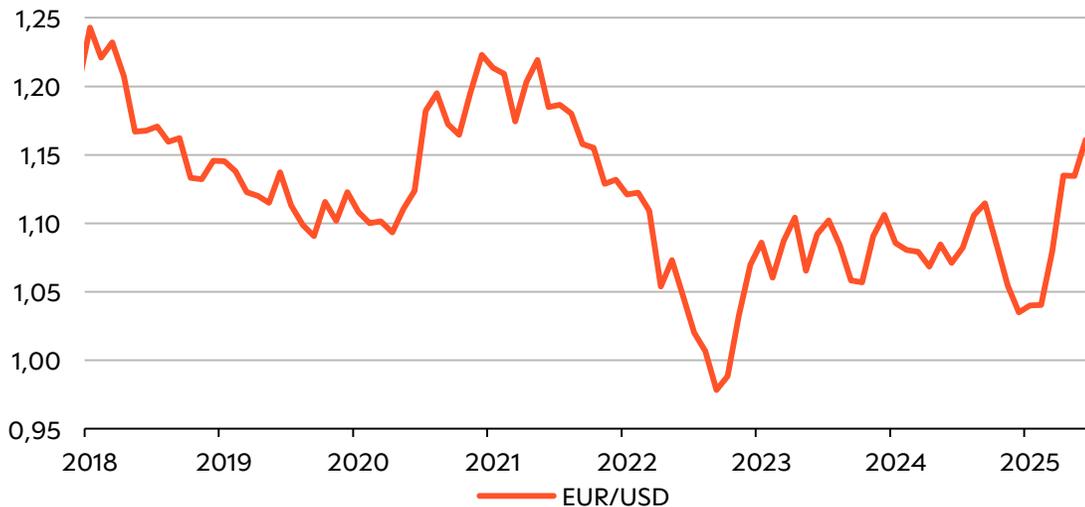
Währungen

Marktentwicklung

Die Dollarschwäche ist gekommen, um zu bleiben

- Der Euro wertete in den ersten fünf Monaten des Jahres gegenüber dem US-Dollar um mehr als 10 % auf. Verantwortlich hierfür sind neben den Sorgen um die ausufernde US-Staatsverschulung die erratische Wirtschaftspolitik von Donald Trump, die robuste Konjunktur in der Eurozone sowie die Aussicht auf gesteigerte Fiskalausgaben auf dem alten Kontinent, insbesondere in Deutschland. In den kommenden Monaten werden neben der Handelspolitik voraussichtlich die US-Fiskalpolitik, die Konjunkturdaten und die Notenbanken die wichtigsten Einflussfaktoren für den Euro-Dollar-Wechselkurs sein.
- Sollte sich die Aussicht auf ein anhaltend höheres Zinsniveau in den USA am Markt durchsetzen, könnte der Dollar davon profitieren. Dem steht jedoch entgegen, dass die US-Wirtschaft in den kommenden Monaten voraussichtlich weiter an Schwung verlieren wird, während die Eurozone etwas Tritt fassen könnte.

Euro-Dollar-Kurs dürfte bis zum Jahresende seitwärts tendieren

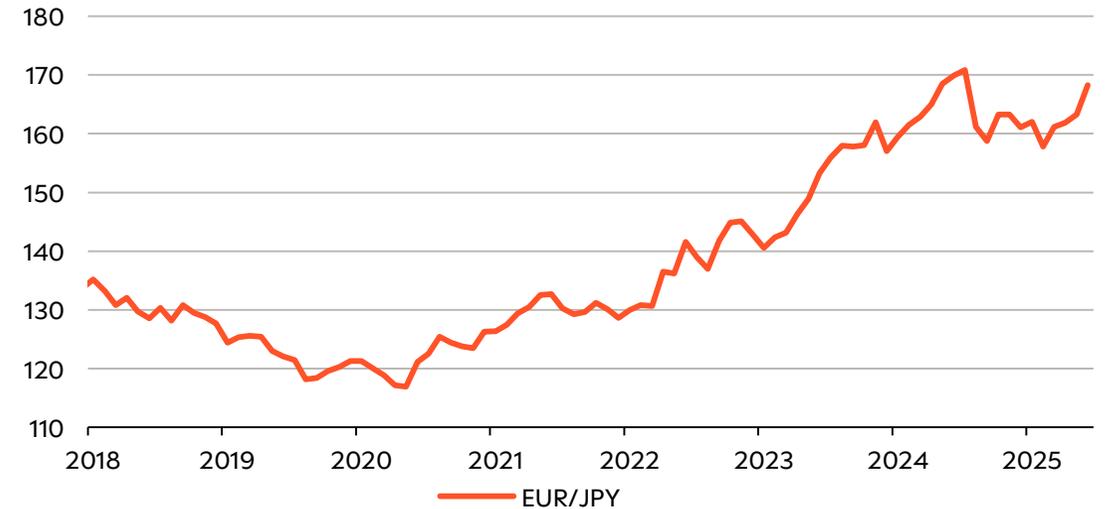


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

BoJ zwischen steigender Inflation und Konjunktursorgen

- Die japanische Kerninflation lag im April bei 3,5 % und damit deutlich über dem Zielwert von 2 %. Dies spricht eigentlich für weitere Leitzinsanhebungen. Gleichzeitig wirken sich die US-Zölle jedoch negativ auf die Konjunktur aus. Japan ist insbesondere durch die Zölle auf Autos stark direkt betroffen.
- Die Bank of Japan (BoJ) wird den Leitzins daher 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 derzeit auf dem aktuellen Niveau belassen oder sogar weiter senken werden. Zudem profitiert der Yen in unsicheren Zeiten weiterhin von seinem Status als sicherer Hafen.

Weitere Erhöhung des Leitzinses dürfte den Yen stützen



Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Prognosen

Wechselkursprognosen

	25.06.2025	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,17	1,14	1,16	1,16	1,18
EUR/GBP	0,85	0,86	0,86	0,86	0,86
EUR/CHF	0,94	0,95	0,95	0,95	0,96
EUR/JPY	169	160	163	160	162

Veränderung zum Euro (in %)

USD	-	2,3	0,5	0,5	-1,2
GBP	-	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
CHF	-	-1,2	-1,2	-1,2	-2,3
JPY	-	5,8	3,9	5,8	4,5



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