



Horizonte Handout

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

August 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 25.07.2025

Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Übergewichtung bei Aktien und Rohstoffen, insbesondere Gold	04
02	Volkswirtschaft USA und die EU stehen möglicherweise kurz vor einem Handelsabkommen	09
03	Aktien US-Aktien verzeichnen neue Allzeithochs	14
04	Anleihen Unabhängigkeit der Fed unter Trump vorbei?	20
05	Rohstoffe Viel Angebot bei Öl, Gold mittlerweile (zu) teuer, Kupfer-Arbitrage bald vorüber	25
06	Währungen Dollarschwäche hält an und auch der japanische Yen verliert gegen den Euro an Boden.	28



01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (25.06.25 - 23.07.25)	YTD (31.12.24 - 23.07.25)	23.07.24	23.07.23	23.07.22	23.07.21	23.07.20
Industriemetalle	8,1	2,3	10,0	5,6	-7,8	8,8	39,8
Aktien Frontier Markets	7,8	13,4	21,1	10,6	-5,3	-2,7	35,8
Globale Wandelanleihen	3,7	-3,5	7,0	6,1	-1,9	-11,0	33,2
Brent	3,6	-12,2	-9,8	14,8	-12,5	89,6	65,2
Aktien Industrienationen	3,2	-1,4	7,6	23,0	6,9	0,7	33,3
Aktien Emerging Markets	2,9	5,3	9,9	12,6	-3,1	-10,8	22,4
REITs	1,8	-7,1	-4,3	7,7	-16,5	2,9	29,1
EUR Unternehmensanleihen	0,8	2,6	5,7	6,7	-2,5	-10,6	3,1
Gold	0,7	13,5	29,6	25,9	4,5	10,3	-5,9
EUR Staatsanleihen	0,4	2,0	4,5	4,0	-4,5	-7,2	0,6
Euro-Übernachteinlage	0,1	1,3	2,9	4,0	1,9	-0,6	-0,6
USD/EUR-Wechselkurs	-1,0	-12,1	-7,8	2,5	-8,2	15,3	-1,5

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

Gesamtrendite der Anlageklassen in den letzten 4 Wochen, seit Jahresanfang und über die letzten 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: 23.07.2020 – 23.07.2025

Kapitalmarkt kompakt



Volkswirtschaft

USA und die EU nähern sich beim Handelsstreit an und stehen möglicherweise kurz vor einem Abkommen.

Weiterhin zu hohe Inflation in Großbritannien erlaubt der Bank of England nur ein zaghaftes Vorgehen.

Die Zölle fangen an sich in den US-Verbraucherpreisen niederzuschlagen und verhindern dadurch weitere Zinssenkungen der Fed.



Aktien

US-Aktien erreichen dank Aktienrückkäufen, Käufe durch Systematiker sowie Trade Deals und soliden Wirtschaftsdaten ein neues Allzeithoch.

US-Berichtssaison startet größtenteils positiv. Europa dürfte von möglichem Handelsdeal profitieren.

Eine schwächere Saisonalität, negative Zollüberraschungen und eine zugenommene Positionierung könnten die Volatilität erhöhen.



Anleihen

Während die Fed weiterhin mit Inflationsrisiken durch die Zölle konfrontiert ist, nimmt der politische Druck auf sie zu.

Das Risiko von Bewertungskorrekturen ist sowohl im Hochzins- als auch im IG-Segment zuletzt gestiegen.

Die Handels- und Zollpolitik von US-Präsident Donald Trump ist nach wie vor das zentrale Thema in den Schwellenländern.



Alternative Investments / Rohstoffe

Die OPEC+ dreht den Ölhahn weiter kräftig auf. Jenseits der Geopolitik wenig Gründe für Aufwärtsfantasien.

Strukturelle Treiber bei Gold bleiben intakt, aber kurzfristige Treiber fehlen. Starker Preisanstieg dürfte Investorennachfrage dämpfen.

Kupfer profitiert noch von möglichen US-Zöllen. Sollten die Zölle kommen, dürfte der Preis sowohl hierzulande als auch in den USA wieder fallen.



Währungen

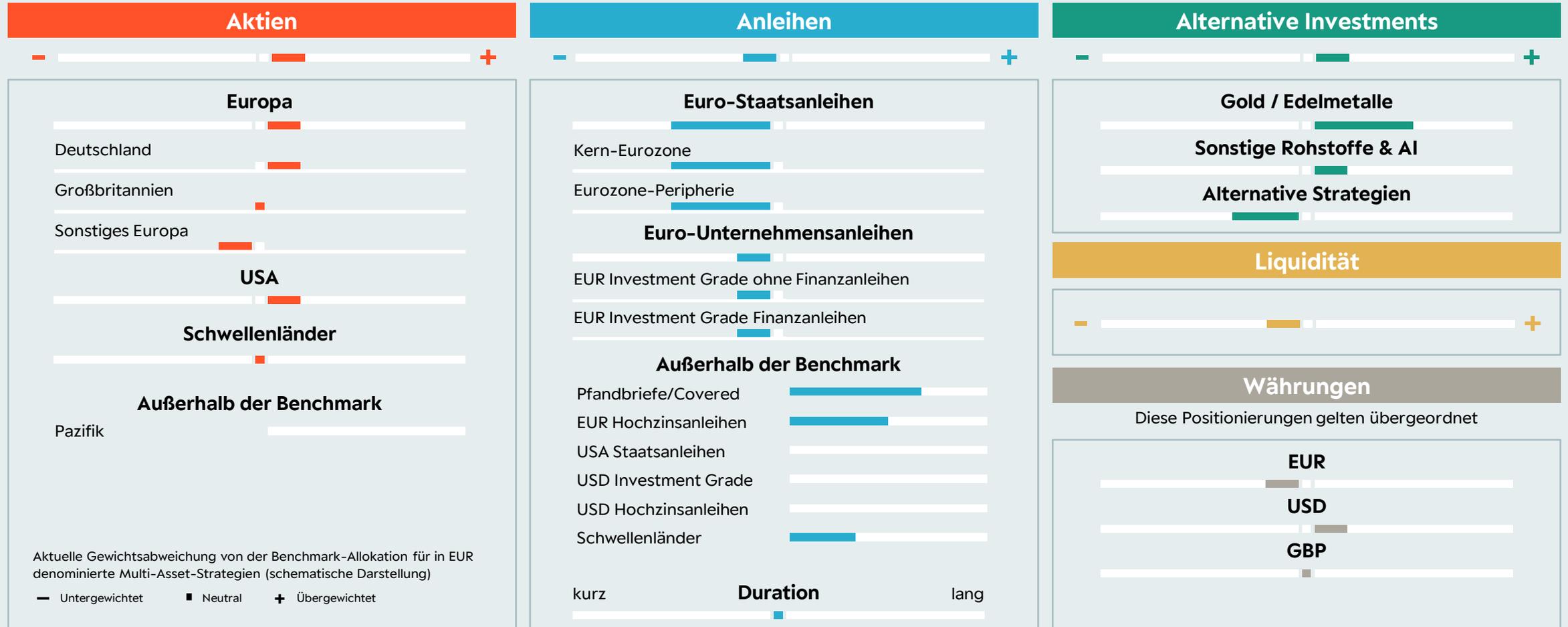
US-Dollar mit dem schlechtesten ersten Halbjahr seit 1973.

Die Gründe für die Dollarschwäche sind vielfältig und bestehen vorerst weiter.

Das Ergebnis der Oberhauswahlen und das Handelsabkommen mit den USA bewegen den japanischen Yen.

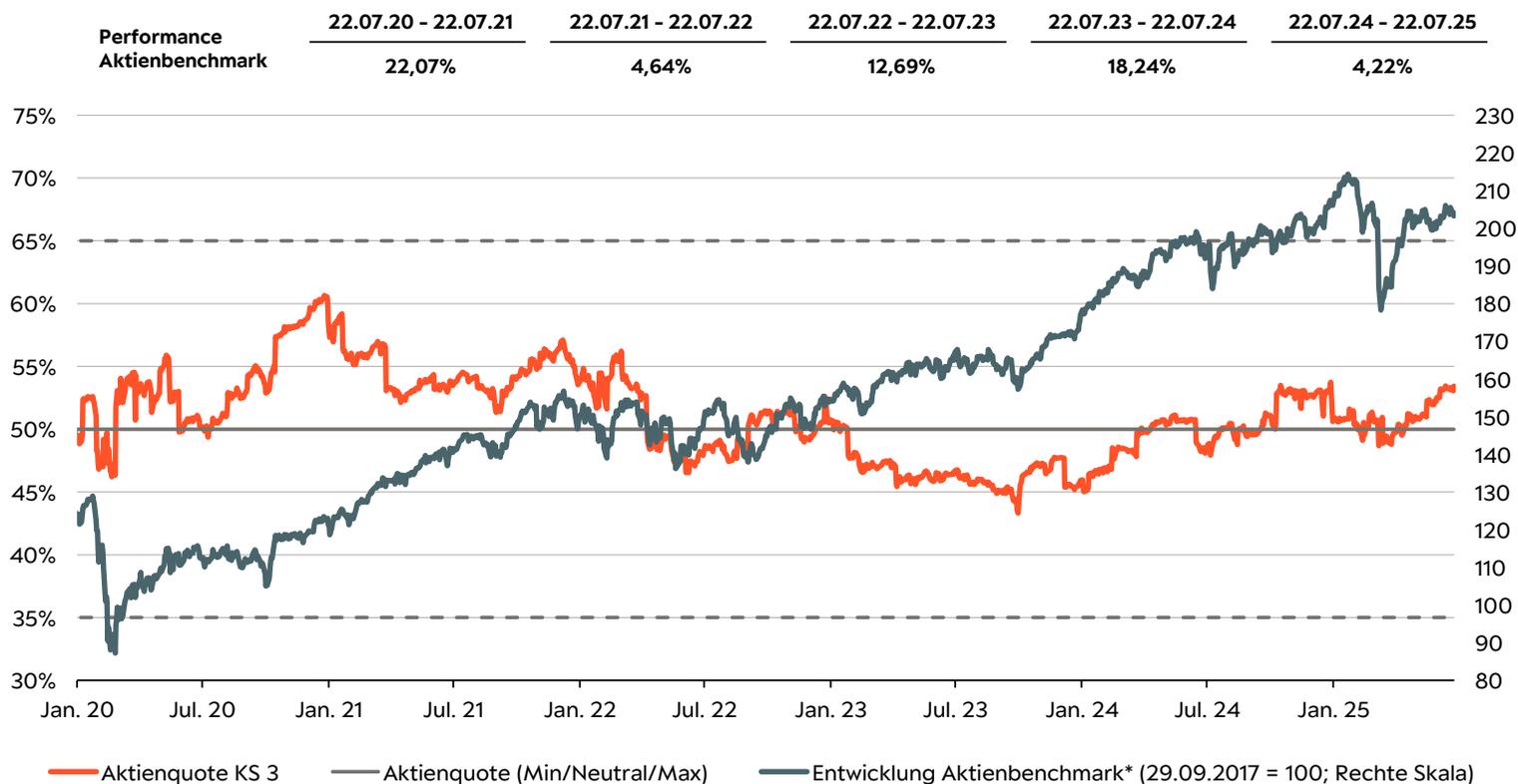
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Zeitraum: 22.07.2020 – 22.07.2025

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.

- Nachdem wir den Rücksetzer an den Märkten aufgrund der Eskalation im Nahostkonflikt genutzt haben, um unser Aktiengewicht u.a. mittels Nasdaq 100 ETF auf ein leichtes Übergewicht hochzufahren, haben wir zuletzt nicht viel an der Asset Allokation geändert.
- Wir haben nur einen neuen Katastrophenanleihefonds allokiert, zulasten der Kasse – nachdem wir zuvor das Exposure in dem Bereich aufgrund eines Managementwechsels komplett abgebaut hatten.
- Unsere größte Übergewichtung bleibt in Gold, das vom schwächeren US-Dollar, der andauernden Zentralbanknachfrage und als Hedge gegen die zunehmende Staatsverschuldung profitieren dürfte.



02

Volkswirtschaft

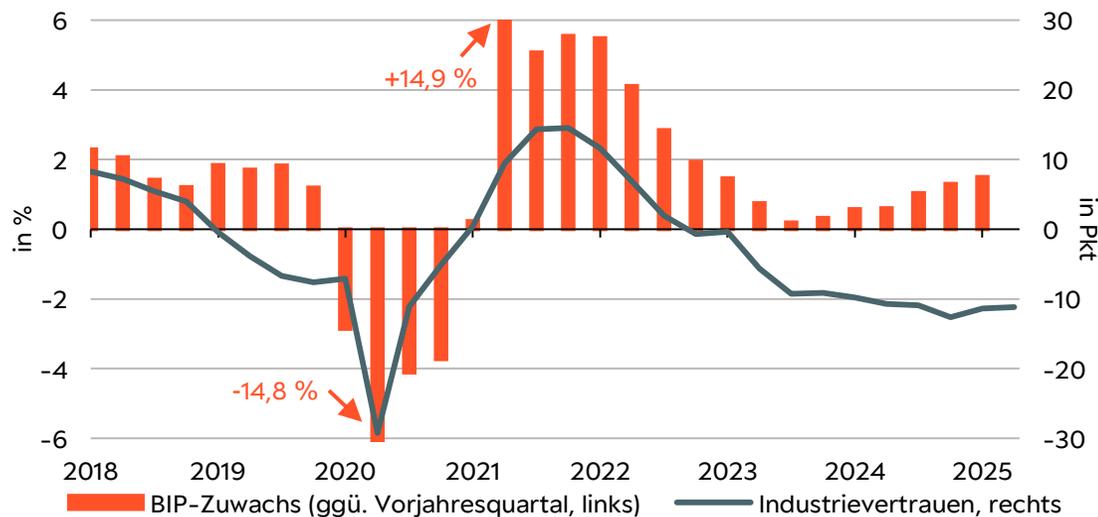


Eurozone

USA und die EU stehen kurz vor einem Handelsabkommen

- Laut Medienberichten stehen die USA und die EU bei den Zollverhandlungen kurz vor einem Abschluss. Der Abkommensentwurf sieht einen Zollsatz von 15 % auf Einfuhren aus der EU in die USA vor. Auf Stahl und Aluminium würden ab einem Kontingent Zölle in Höhe von 50 % fällig. Trump muss das Abkommen anscheinend noch absegnen, wodurch das Risiko einer Überraschung in letzter Minute besteht.
- Kommt das Abkommen zu Stande, würde das Ende der Unsicherheit die Konjunktur beleben. Unterstützend wirken zudem die geldpolitische Lockerung der EZB und der weiterhin stabile Arbeitsmarkt. Die steigenden Fiskalausgaben, insbesondere in Deutschland, werden für zusätzlichen Rückenwind sorgen. Nach der aktuell schwächeren konjunkturellen Phase wird dies der Eurozone dabei helfen, in Q4 wieder an Schwung zu gewinnen.

Noch steht der Zollstreit dem Aufschwung im Weg

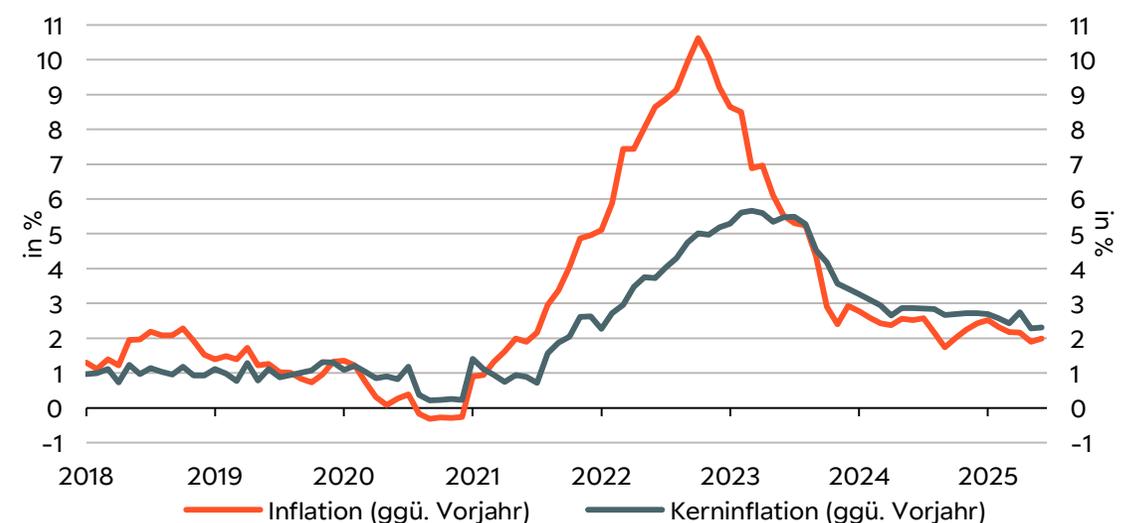


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Die EZB wartet bis sich der Zollnebel lichtet

- Bei ihrer Sitzung am 24. Juli hat die EZB den Einlagesatz unverändert bei 2,0 % belassen und sich gleichzeitig alle Optionen für das weitere Vorgehen offengelassen. Das voraussichtliche Handelsabkommen zwischen den USA und der EU könnte in den kommenden Monaten als Katalysator für einen Aufschwung fungieren. Daher wird die EZB den Leitzins voraussichtlich nicht weiter senken.
- Sollte das Handelsabkommen mit den USA doch noch platzen und es zu einer weiteren Eskalation im Handelsstreit kommen, könnte die EZB gezwungen sein, den Leitzins weiter zu senken. Auch den Euro werden die Währungshüter aus Frankfurt genau im Auge behalten. Dieser hat seit Jahresbeginn mehr als 10 % gegenüber dem US-Dollar aufgewertet. Ein starker Euro verbilligt die Importe, wirkt dadurch disinflationär und erhöht die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Zinssenkung.

Inflationsrate bewegt sich auf die 2-Prozent-Zielmarke zu



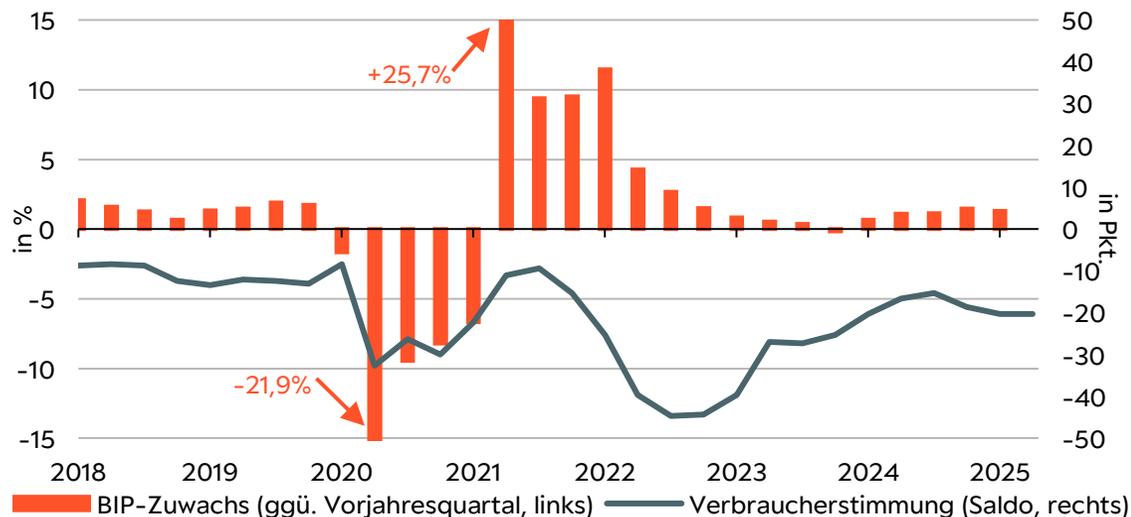
Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Großbritannien

Temporäre Schwächephase

- Die jährliche BIP-Wachstumsrate ist im Mai in Großbritannien auf 1,0 % gefallen und hat damit den niedrigsten Stand seit 13 Monaten erreicht. Einerseits liegt dies daran, dass zu Beginn des Jahres viel in die USA exportiert wurde, um den Zöllen zuvorzukommen. Nach deren Inkrafttreten hat sich das jedoch ins Gegenteil umgekehrt. Andererseits tragen auch die gestiegenen Lohnkosten aufgrund des höheren Mindestlohns und höherer Steuern zu der Verlangsamung bei.
- Die jüngsten Konjunkturindikatoren deuten jedoch darauf hin, dass die Schwächephase möglicherweise schon wieder vorüber ist. In der zweiten Jahreshälfte werden sich auch 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 %.

Mehr Schwung für das zweite Halbjahr erwartet

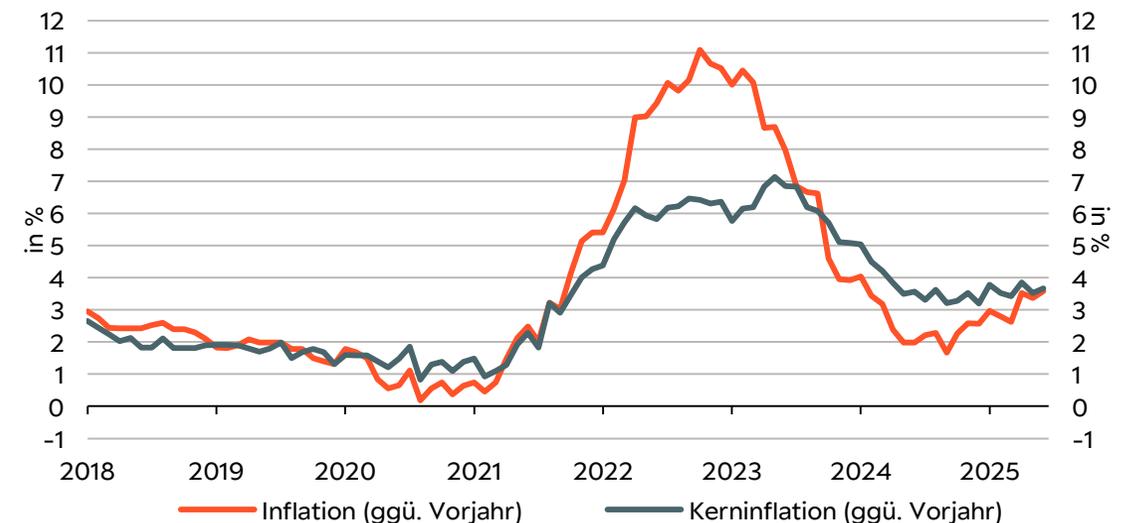


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Weiterhin zu hohe Inflation erlaubt der BoE nur zaghafte Schritte

- Die höheren Sozialabgaben und der gestiegene Mindestlohn werden von den Unternehmen teilweise an die Verbraucher in Form höherer Preise weitergegeben. Die Inflationsrate ist im Juni von 3,4 % auf 3,6 % angestiegen. Auch die Kerninflation legte erneut zu und notiert jetzt bei 3,7 %. Insbesondere im Dienstleistungssektor ist der Preisdruck weiterhin sehr hoch.
- Zwar ist die Inflation für den Geschmack der BoE weiterhin zu hoch, doch der sich abschwächende Arbeitsmarkt erhöht den Druck, die Geldpolitik weiter zu lockern. Wir rechnen daher mit einer Zinssenkung um 25 Basispunkte am 7. August und zwei weiteren Zinsschritten in gleicher Höhe im ersten Halbjahr 2026, sodass der Leitzins insgesamt auf 3,5 % abgesenkt wird.

Inflationsrate bewegt sich in die falsche Richtung



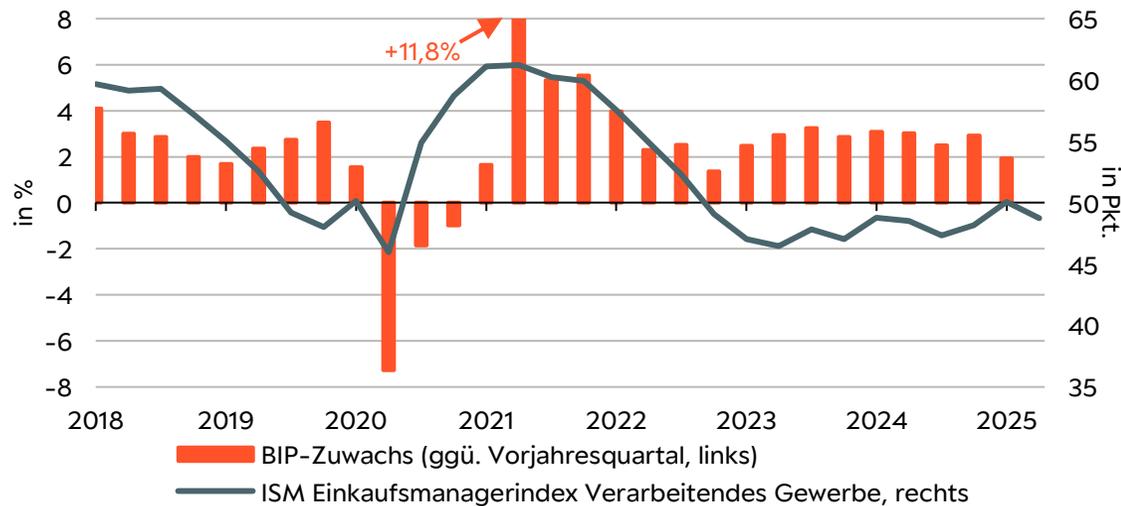
Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

USA

Trump verlängert Zollfrist und droht gleichzeitig

- Einerseits haben die USA mittlerweile einige Handelsabkommen abgeschlossen und die Frist bis zur Erhöhung der Zölle auf den 1. August verlängert. Andererseits hebt Trump die Zölle auf Kupfer um 50 % an, droht diversen Ländern mit weiteren Zollerhöhungen und bringt Einfuhrabgaben in Höhe von 200 % auf Pharmaprodukte ins Spiel. Weitere Handelsabkommen werden folgen, aber insgesamt werden die Zölle auf einem deutlich höheren Niveau verweilen als vor Trumps zweiter Amtszeit. Dies wird sich inflationstreibend auswirken und die US-Konsumenten belasten.
- Insgesamt erscheint die US-Wirtschaft bisher noch recht robust. Die protektionistische Handelspolitik Trumps sowie seine restriktive Einwanderungspolitik werden das US-Wachstum in den kommenden Monaten jedoch voraussichtlich deutlich verlangsamen.

Wirtschaft trotz Zollchaos bisher weiterhin robust

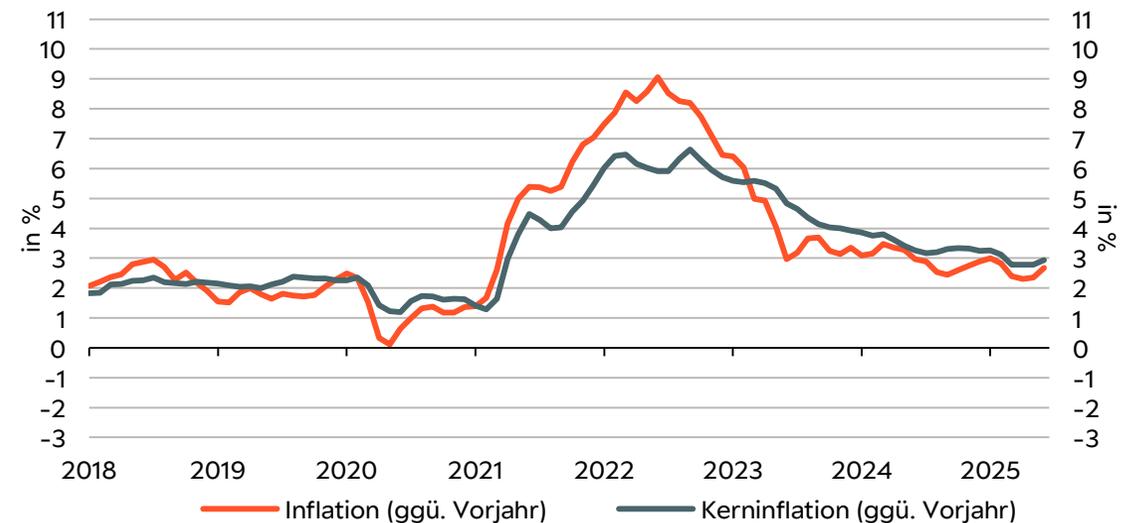


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Erste Anzeichen von zollbedingten Preissteigerungen

- Die US-Inflationsrate, gemessen am Verbraucherpreisindex, ist im Juni von 2,4 % auf 2,7 % angestiegen. Auch die Kerninflation legte von 2,8 % auf 2,9 % zu. Die US-Zölle scheinen sich allmählich in den Verbraucherpreisen niederzuschlagen. Die Preise für Kerngüter ohne Gebrauchtwagen stiegen im Vergleich zum Mai um 0,3 %, der höchste Anstieg seit März 2023. In den kommenden Monaten werden die Effekte der Zölle voraussichtlich noch deutlicher werden und die Inflation auf rund 3 % steigen lassen.
- Die US-Notenbank wird dies antizipieren und der weiterhin robuste Arbeitsmarkt erlaubt es der Fed, sich weiterhin auf die Inflationsbekämpfung zu konzentrieren. Wir erwarten daher, dass die Fed das Leitzinsband auf dem aktuellen Niveau von 4,25 bis 4,5 % belässt und keine weiteren Zinssenkungen vornimmt.

Inflationsrate bewegt sich wieder Richtung 3 %



Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Prognosen

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

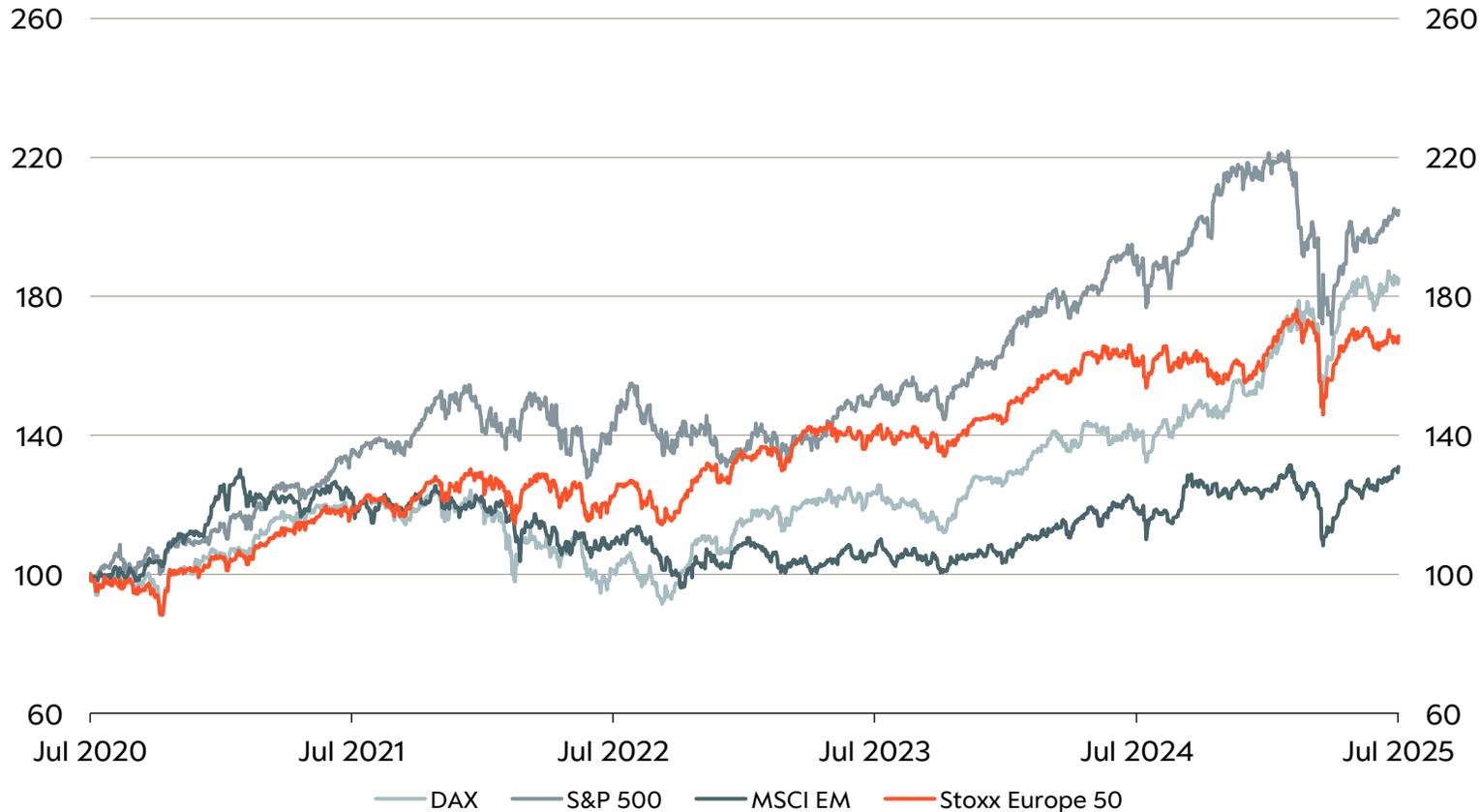
Aktien



BERENBERG

US-Aktien verzeichnen neue Allzeithochs

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Zeitraum: 23.07.2020 – 23.07.2025

US-Aktien erreichen auf Dollar-Basis im Juli neue Allzeithochs

Nachdem globale Aktien im vergangenen Monat mehrheitlich auf der Stelle traten, entwickelten sich die Märkte im saisonal starken Monat Juli in einheitlicher Währung erneut positiv. Dabei erreichte der S&P 500 in Dollar gerechnet sogar ein neues Allzeithoch.

Die ersten Ergebnisse der Berichtssaison zeichnen ein solides Bild, auch aufgrund niedriger Erwartungen. Der Ausblick der Unternehmen bleibt allerdings vor dem Hintergrund des US-Handelskrieges vorsichtig. Die US-Konjunktur zeigt sich derweil weiter robust und spricht für ein weiterhin vorsichtiges Vorgehen der Notenbank. Gerüchte einer Entlassung des Notenbankchefs Powell durch Donald Trump, welcher auf Zinssenkungen pocht, führten zu kurzzeitigen Marktverwerfungen, welche durch ein Dementi jedoch schnell aufgeholt wurden. Die nahende Zoll-Deadline am 01. August dürfte die Unsicherheit allerdings kurzfristig erhöhen. Womöglich kann sich die EU auf einen Zollsatz von 15 % mit den USA einigen. Eine besser als befürchtete Einigung zwischen den USA und Japan gibt zumindest Hoffnung für weitere Deals.

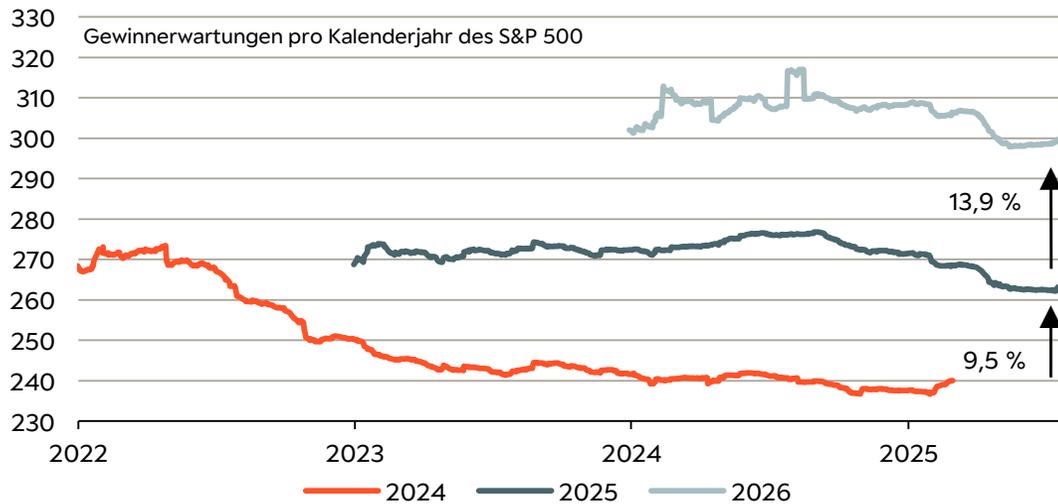
Eine niedrigere Liquidität über die Sommermonate, eine sich abschwächende Saisonalität in den bevorstehenden Wochen sowie zunehmend geringe Käufe systematischer Anlagestrategien dürften das weitere Aufwärtspotential zumindest kurzfristig begrenzen. Mögliche Rücksetzer erachten wir allerdings als Kaufgelegenheit.

US-Berichtssaison überrascht bislang positiv

US-Unternehmen übertreffen die zumeist niedrigen Erwartungen

- Zum Monatsende befindet sich die US-Berichtssaison auf ihrem Höhepunkt. In den nächsten drei Wochen werden rund 70 % bis 80 % der Unternehmen in Europa und den USA ihre Ergebnisse für das abgelaufene zweite Quartal offenlegen. Die bisherigen Ergebnisse zeigen ein solides Bild, wobei die Unternehmen die niedrigen Erwartungen weitestgehend übertreffen können. Das erwartete Gewinnwachstum scheint sich zuletzt zu stabilisieren, wenngleich noch einige Unternehmen ihre Geschäftsberichte veröffentlichen müssen.
- Aufgrund der bisher gut anlaufenden Berichtssaison wurden die seit Jahresbeginn stark reduzierten Gewinnerwartungen für das Gesamtjahr 2025 auf zuletzt 9,5 % wieder leicht angehoben.

Gewinnwachstumserwartungen ziehen erneut leicht an

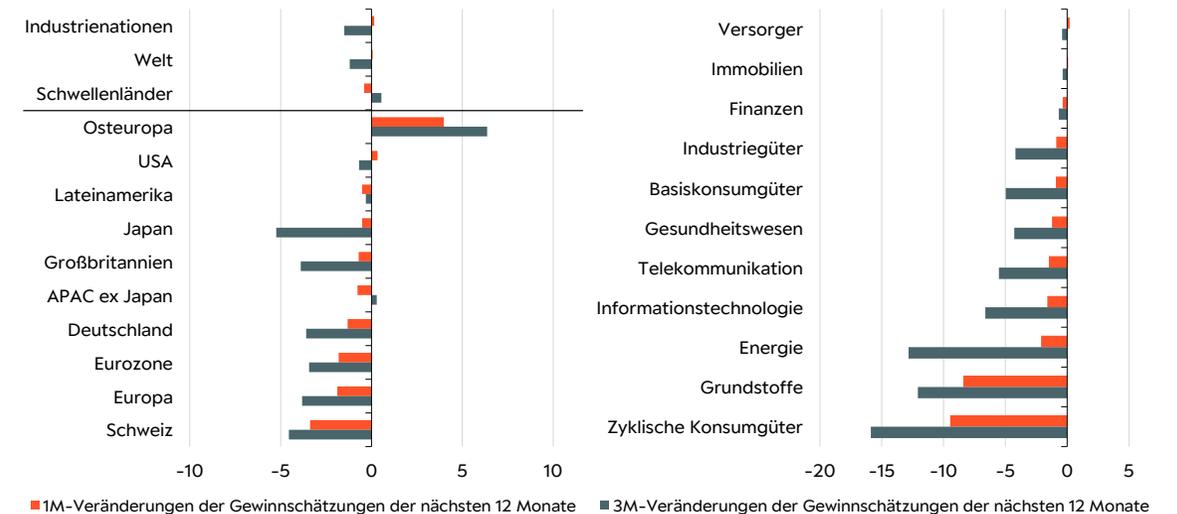


Zeitraum: 01.01.2022 - 23.07.2025

Europäische Unternehmen berichten bislang verhalten positiv

- Auch die Berichtssaison in Europa läuft weiter an und rund 25 % der Unternehmen haben bisher Ergebnisse berichtet. Im Aggregat konnten hierzulande die Gewinnerwartungen wie auch die Umsatzerwartungen bis dato leicht übertroffen werden.
- Ein stärkerer Euro sowie die Unsicherheit über den Ausgang der US-Handelspolitik dürfte jedoch zu vorsichtigen Unternehmensaussichten führen. Insbesondere exportorientierte Unternehmen könnten hiervon stärker betroffen sein.
- Mit rund 75 % der noch ausstehenden Unternehmen, die noch berichten werden, gibt es zumindest noch Potenzial für Überraschungen in die eine oder andere Richtung.

Gewinnrevisionen in Europa noch deutlich negativ



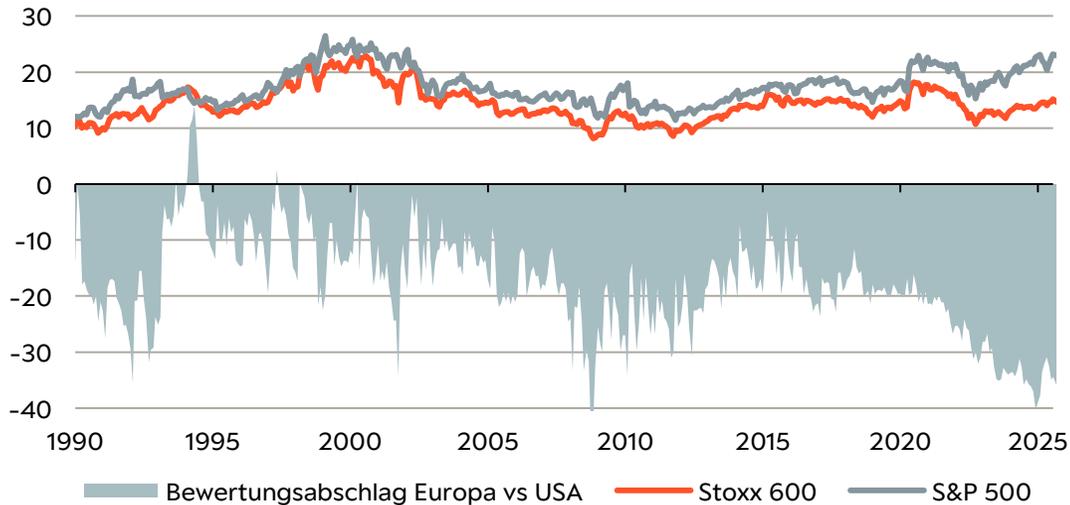
Stand: 23.07.2025

Der Weg nach oben wird vorerst schmaler

Europäische Aktien nach wie vor nicht teuer bewertet

- Während die Gewinnschätzungen in den letzten 12 Monaten für europäische Aktien gesunken sind, ist die Bewertung unter anderem aufgrund einer lockeren Fiskalpolitik in Europa zuletzt etwas gestiegen.
- Trotz der leichten Bewertungsausweitung europäischer Aktien im Zuge der deutlichen Kursbewegung seit Jahresanfang beläuft sich die Bewertungsdifferenz zwischen Europa und den USA weiterhin nahe ihrer Tiefstände und bietet weiteres Einengungspotenzial. Mit einem KGV von 15 erscheinen europäische Aktien nach wie vor nicht teuer bewertet zu sein. Der Abschlag gegenüber US-Aktien beläuft sich erneut auf etwa 35 %.

Starke Bewertungsdifferenz zwischen den USA und Europa hält an

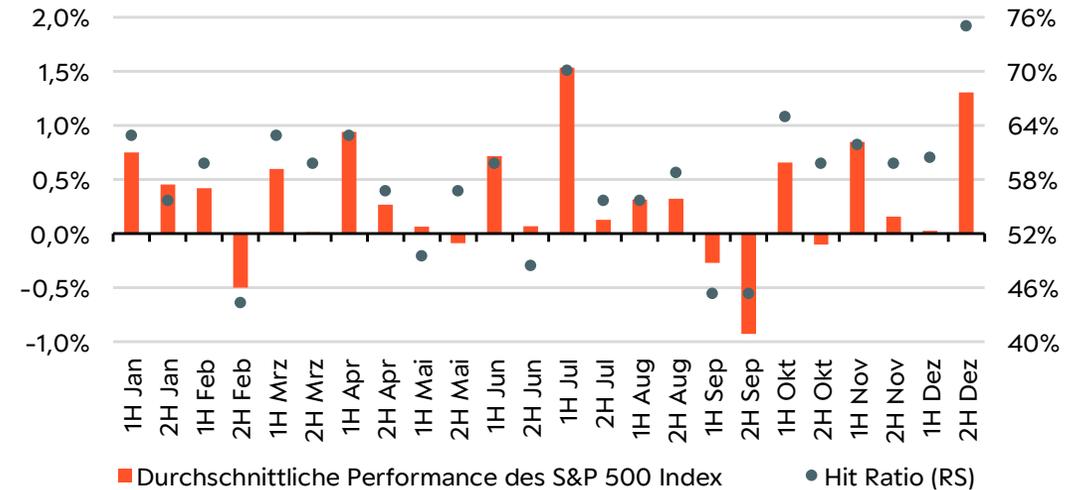


Zeitraum: 01.01.1988 – 23.07.2025

Der Rückenwind für US-Aktien schwächt sich ab

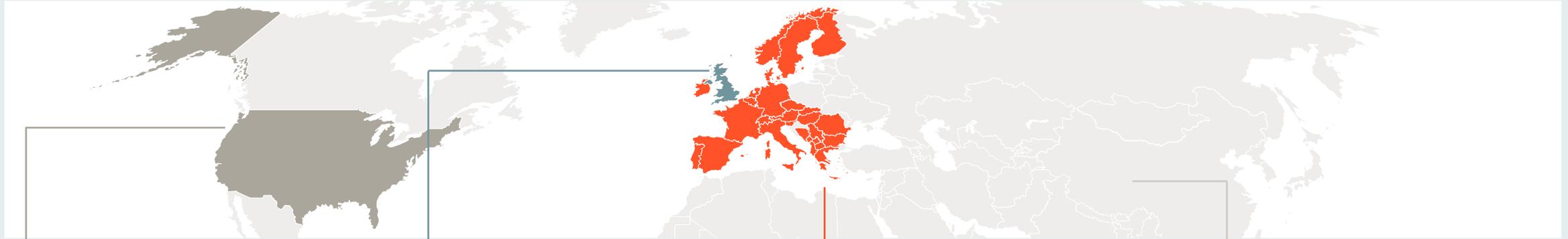
- Im Juli erhielten globale Aktienmärkte und insbesondere US-Aktien von vielen Seiten Unterstützung. Systematische Anlagestrategien mussten ihre Aktienquoten infolge verbesserter Volatilitäts- und Momentum-Signale weiter erhöhen, die Wirtschaftsdaten in den USA überraschten zumeist positiv, die Positionierung diskretionärer Anleger war nicht ausgereizt und saisonale Trends wirkten unterstützend.
- Mit steigender Unsicherheit rund um die verschobene Zoll-Deadline, dem Beginn eines saisonal schwächeren Fensters sowie einer erhöhten Bewertung ist die Fallhöhe insbesondere für US-Aktien gestiegen. Mögliche größere Abverkäufe erachten wir jedoch als Kaufgelegenheit.

Die nächsten Wochen dürften saisonal weniger unterstützend sein



Zeitraum: 01.01.1928 – 13.12.2024

Übergewicht in Europa und in den USA



USA

übergewichtet

Die weiterhin hohe Bewertung der US-Aktien machen die Region im Vergleich zu günstigeren Regionen wie Europa oder den Schwellenländern weniger attraktiv. Positiv wirken hingegen robuste Wirtschaftsdaten, mögliche Handelsdeals, ein schwächerer US-Dollar sowie eine bislang solide Berichtssaison.

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

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, wenngleich ein Handelsdeal zwischen der EU und der USA nun immer wahrscheinlicher scheint.

Schwellenländer

neutral

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

Prognosen

Indexprognosen	23.07.2025	31.12.2025	30.06.2026	In 12 Monaten
	Aktuell			Ø*
S&P 500	6.359	6.400	6.600	6.820
DAX	24.241	24.000	25.500	26.995
Euro Stoxx 50	5.344	5.700	6.000	5.929
MSCI Großbritannien	2.577	2.600	2.750	2.828

Indexpotential (in %)

S&P 500	-	0,6	3,8	7,2
DAX	-	-1,0	5,2	11,4
Euro Stoxx 50	-	6,7	12,3	10,9
MSCI Großbritannien	-	0,9	6,7	9,7



04

Anleihen

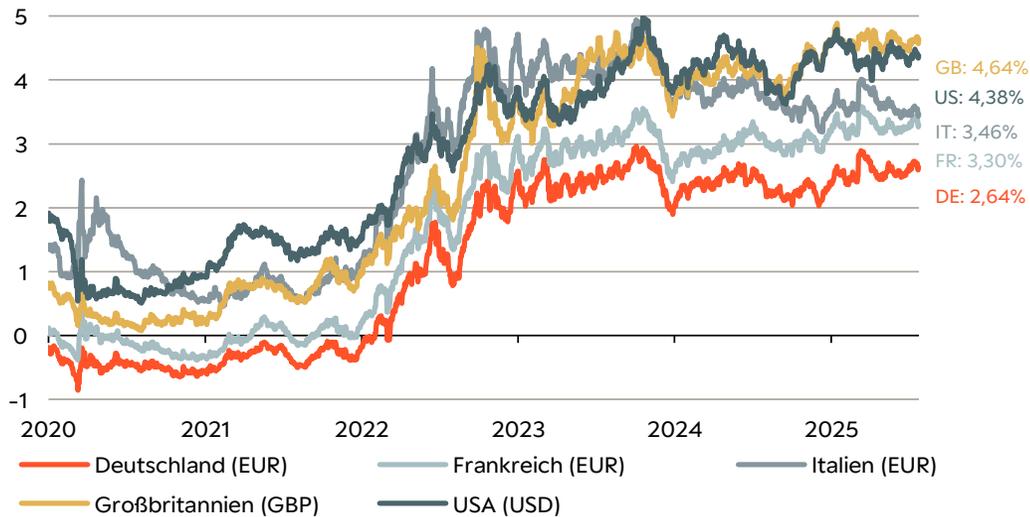


Donald Trump drängt die Fed zu einer lockeren Geldpolitik

Die Sorge um die Unabhängigkeit der Fed wächst

- Der politische Druck auf die Fed nimmt zu: Die Drohungen von Donald Trump, Fed-Chef Jerome Powell zu entlassen, haben sich im letzten Monat weiter verstärkt und ihren Höhepunkt erreicht, als mehrere US-Medien über den Entwurf eines Entlassungsbriefes von Trump berichteten. Obwohl Trump eine Entlassung Powells derzeit nur bei Fehlverhalten bei den Fed-Renovierungsarbeiten in Betracht zieht, bleibt das Schicksal Powells und damit die Unabhängigkeit der Fed fraglich. Insgesamt ist in den letzten Wochen die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass Powells Nachfolger eine expansivere Geldpolitik betreiben wird.
- Neben dem politischen Zinssenkungsdruck durch Donald Trump bleibt die Fed weiterhin mit Inflationsrisiken durch von ihm eingeführte Zölle konfrontiert. Dies dürfte den Spielraum für Zinssenkungen der Fed in diesem Jahr erheblich begrenzen.

10-jährige Renditen (%) zuletzt volatil

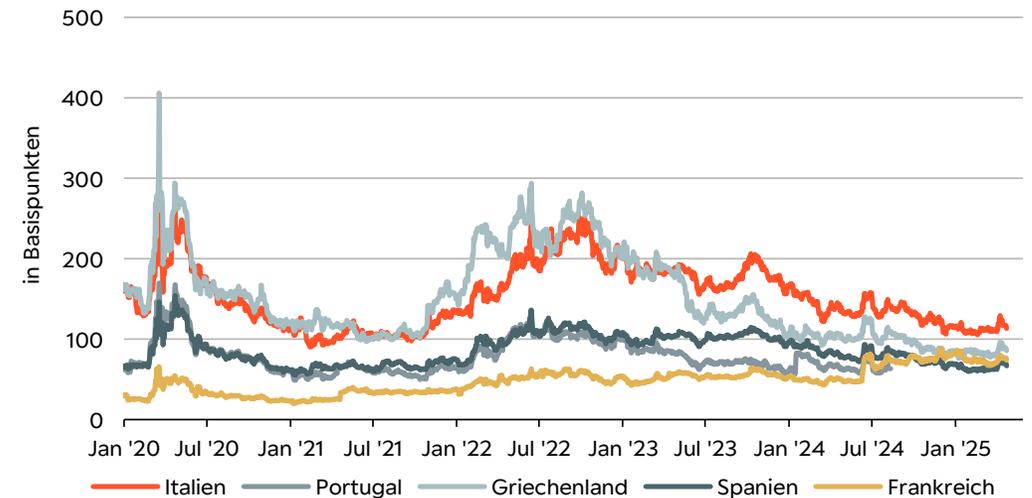


Zeitraum: 01.01.2020–23.07.2025

Frankreich: Schuldenquote und politische Unsicherheit nehmen zu

- Frankreich plant für das Jahr 2026 eine Reduzierung des Haushaltsdefizits um 44 Milliarden Euro auf 4,6 Prozent. Dazu sollen Renten und Beamtengehälter eingefroren, Personal im Staatsdienst abgebaut und zwei Feiertage gestrichen werden. Diese harten Sparmaßnahmen stoßen jedoch auf starken politischen Widerstand, wodurch die Gefahr eines Misstrauensvotums gegen Ministerpräsident Bayrou enorm steigt.
- Selbst bei erfolgreicher Umsetzung werden steigende Zinszahlungen die Staatsschulden und somit auch die Schuldenquote weiter belasten. Bayrous Plan sieht vor, das Defizit bis 2029 auf drei Prozent zu senken – ein ambitioniertes Ziel angesichts der politischen Unsicherheiten und wirtschaftlichen Belastungen.

Französische Risikoprämie seit Jahresanfang gefallen



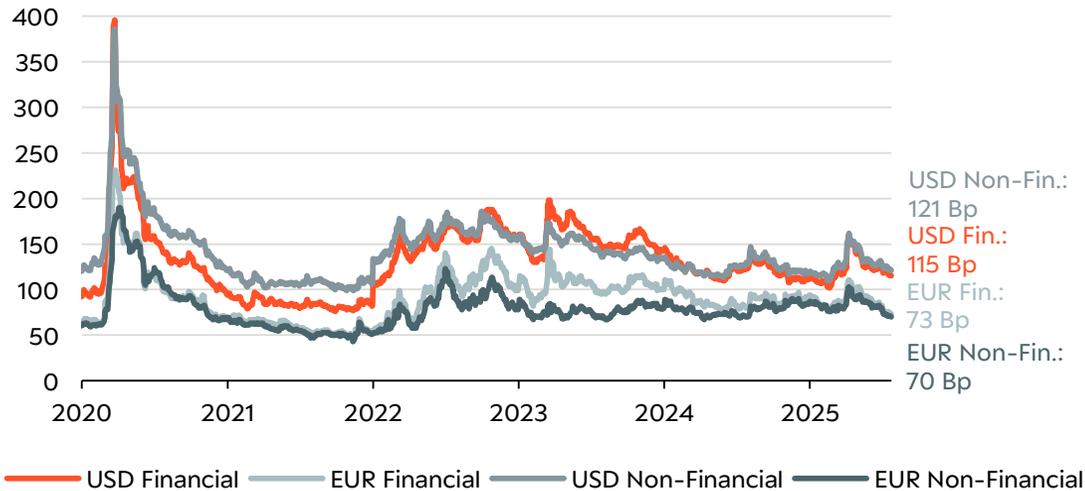
Zeitraum: 01.01.2020–23.07.2025

Handelsverhandlungen mit den USA halten Europa und EM-Länder in Spannung

Unternehmensanleihen: August-Deadline von Trump rückt näher

- Die Risikoaufschläge von IG- sowie Hochzinsunternehmensanleihen blieben im Juli weiterhin stabil. Trotz der jüngsten Drohung von US-Präsident Trump, einen Zollsatz von 30 % auf Importe aus der EU zu erheben, zeigt der Deal zwischen den USA und Japan, dass ein positives Ergebnis in den Verhandlungen für Europa vor der von Trump gesetzten Deadline am 1. August nicht unwahrscheinlich ist.
- Das Hochzins- als auch das IG-Segment werden von soliden Bilanzen und Mittelzuflüssen unterstützt, während die Neuemissionen vom Markt gut aufgenommen werden. Das Renditeniveau von Unternehmensanleihen bleibt interessant. Aufgrund der historisch niedrigen Spreads ist das Risiko von Bewertungskorrekturen in letzter Zeit jedoch gestiegen.

Unternehmensanleihen: Spreads zuletzt stabil

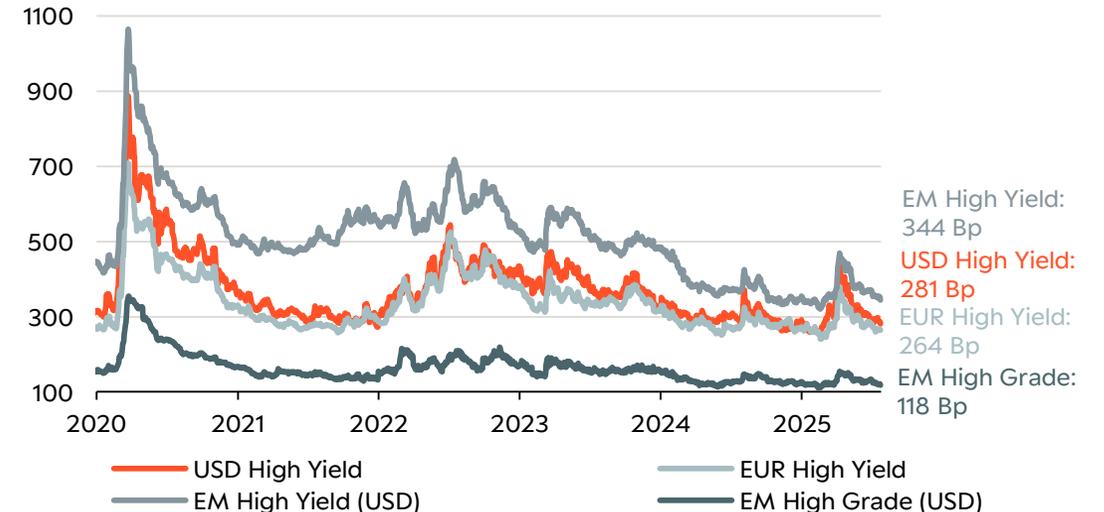


Zeitraum: 01.01.2020 – 23.07.2025

Schwellenländeranleihen: Verhandlungen mit Trump weiter im Fokus

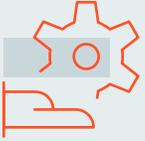
- Die Handels- und Zollpolitik von US-Präsident Donald Trump sorgt weiterhin für Spannungen in den Schwellenländern. Zwar hat Trump bereits mehrere Handelsvereinbarungen angekündigt, doch die meisten Verhandlungen laufen noch. Gleichzeitig übt er Druck auf die Handelspartner aus, indem er ihnen im Juli Zollbriefe geschickt hat. Die finalen Bedingungen der Vereinbarungen sowie Trumps Wille, sich an diese zu halten, bleiben weiterhin ein Risiko für die Schwellenländer.
- Die weiterhin robuste US-Wirtschaft sowie die geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in China schaffen jedoch ein positives makroökonomisches Umfeld für EM-Anleihen. Die robusten Fundamentaldaten und die überschaubaren Verschuldungsquoten dürften einem Aufwärtstrend der EM-Risikoprämien entgegenwirken.

Schwellenländer: Risikoaufschläge stabilisieren sich



Zeitraum: 01.01.2018 – 23.07.2025

Anleihen Allokation



Kernsegmente

Staatsanleihen

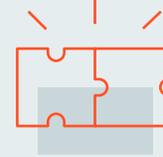
untergewichten

- 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 %)

	23.07.2025	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	3,65
10J US-Rendite	4,38	4,80	4,29	4,90	4,20
Eurozone					
Leitzins**	2,00	2,00	1,90	2,00	1,95
10J Bund-Rendite	2,64	2,70	2,64	2,80	2,74
Großbritannien					
Leitzins	4,25	4,25	3,75	4,00	3,45
10J Gilts-Rendite	4,63	4,70	4,35	4,70	4,21

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

**Einlagensatz



05

Rohstoffe

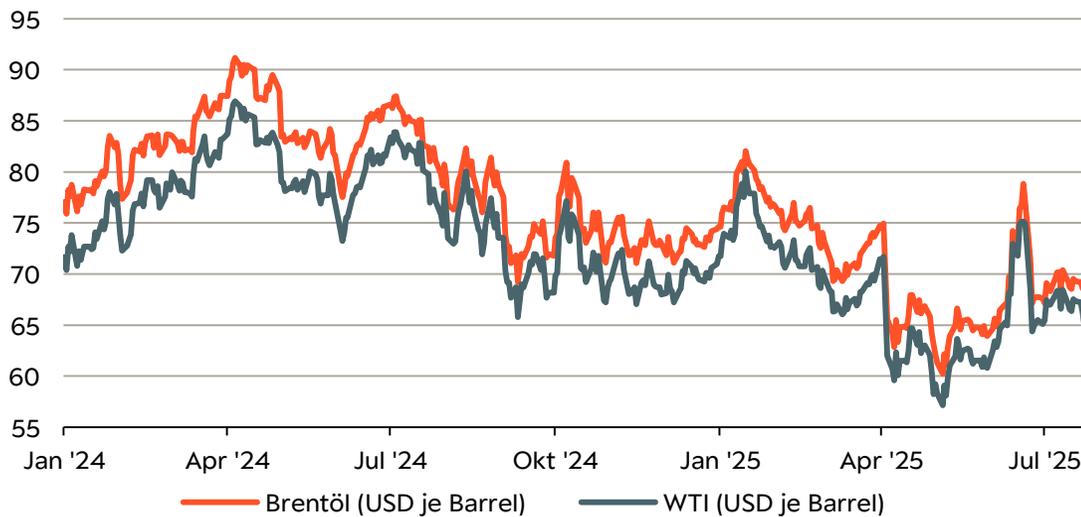
Jenseits der Geopolitik wenig Raum für Aufwärtsfantasien

Angebotsüberschuss bei expansiver OPEC-Politik

- Nach den extremen Schwankungen im Juni, ging es am Ölmarkt im Juli deutlich ruhiger zu. Die Sorte Brent schwankte für die meisten Zeit zwischen 68 bis 70 USD je Barrel.
- Die OPEC+ scheint sich derweil weniger auf Preisstabilität und mehr auf die Rückgewinnung von Marktanteilen zu konzentrieren. Nach 140 kbpd im April und jeweils 411 kbpd im Mai, Juni und Juli will das Kartell im August das Tempo noch einmal erhöhen und plant eine Produktionserhöhung um 548 kbpd. Insider berichten, dass im September die Produktion abermals in gleicher Menge erhöht werden soll. Damit wird die OPEC+ die Produktion in nur sechs Monaten um fast 2,5 mbpd erhöht haben.
- Kurzfristig scheint der Ölmarkt die zusätzlichen Barrel dank der erhöhten Sommernachfrage durch Driving- und AirCon-Season und zwar steigenden, aber noch niedrigen Lagerbeständen noch gut zu verdauen.

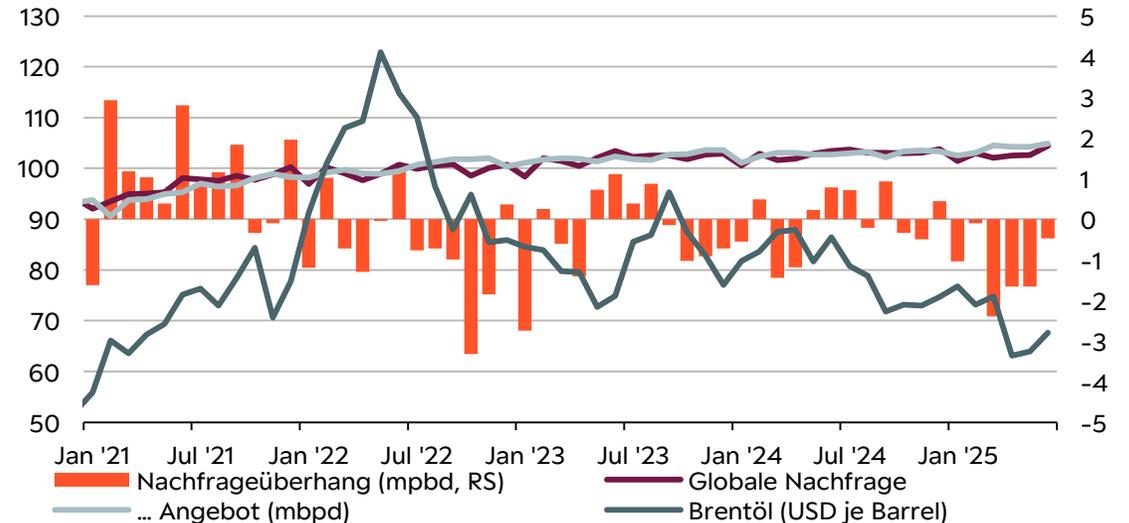
- Mittelfristig ist fraglich, woher die Nachfrage für dieses zusätzliche Angebot herkommen soll. Die IEA erwartet für dieses Jahr ein Angebotswachstum von 1,8 mbpd. Demgegenüber steht eine Nachfrageprognose von gerade einmal 720 kbpd – insbesondere in China bleibt das Nachfragewachstum enttäuschend. Der Markt dürfte damit in den kommenden Monaten (deutlich) übertversorgt sein.
- Für positive Überraschungen könnten hingegen ein erneutes Aufflammen des Nahost-Konflikts oder sekundäre Sanktionen der USA gegen russische und iranische Ölexporte sorgen. So hat Donald Trump Mitte Juli angekündigt Länder, die weiter russisches Öl importieren, mit zusätzlichen Zöllen zu bestrafen.

Rohöl mit Konsolidierung im Juli



Zeitraum: 01.01.2024 – 23.07.2025

Ölmarkt seit Monaten im Überschuss



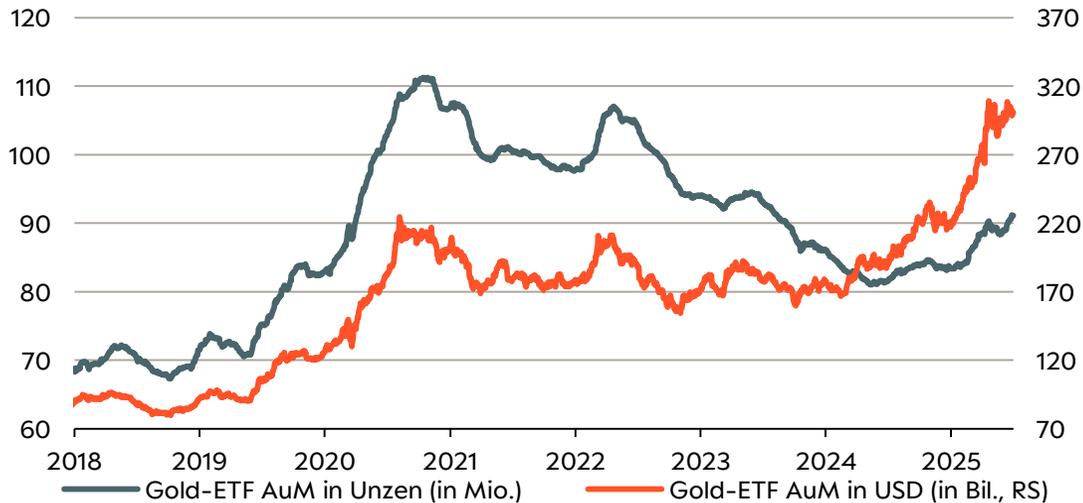
Zeitraum: 01.01.2021 – 30.06.2025

Gold mittlerweile teuer, Arbitrage bei Kupfer bald vorüber

Gold zwar alternativlos, aber teuer

- Gold schwankt nun schon seit gut drei Monaten unterhalb der Marke von 3.400 USD je Unze seitwärts. Kurzfristig scheint es an Treibern zu fehlen, wenngleich die strukturellen Trends wie steigende Staatsverschuldung, Inflation(svolatilität) und geopolitische Unsicherheit intakt bleiben. Ein solch kurzfristiger Treiber könnte die Entlassung von Fed-Chef Powell sein. Als Mitte Juli Gerüchte um seine Entlassung die Runde machten, war Gold eine der wenigen Anlagen, die sich positiv entwickelten.
- Allerdings dürfte sich der starke Preisanstieg mittlerweile bei der Nachfrage der Investoren bemerkbar machen. Zwar sind die Gold-ETF-Bestände in Unzen dieses Jahr nur moderat gestiegen, in US-Dollar liegt der Anstieg der AuM hingegen bereits jetzt auf Rekordniveau. Außerdem könnte kurzfristig mehr Risiko-Appetit bei Einigungen im Zollstreit und global mehr Fiskalstimulus die Nachfrage nach dem „Save Haven“ bremsen.

Gold-ETF-Bestände in US-Dollar auf Allzeithoch

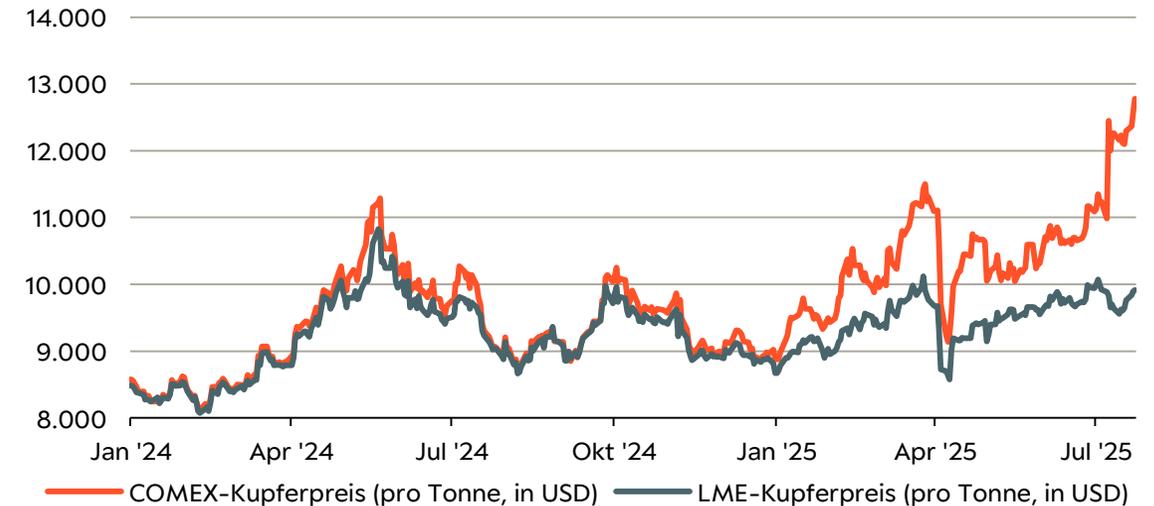


Zeitraum: 01.01.2018 – 23.07.2025

US-Zölle erst Rückenwind, später Gegenwind für Kupfer

- Auch Industriemetalle blieben vom Zoll-Drama nicht verschont. Donald Trump überlegt demnach neben Aluminium und Stahl nun auch auf Kupfer Zölle in Höhe von 50% unter der Section 232 zu erheben. Der Kupfermarkt reagierte prompt und in den USA gehandeltes Kupfer stieg allein an einem Tag um mehr als 10%. Aktuell notiert an der COMEX gehandeltes Kupfer rund 30% höher als Kupfer an der LME. Die vom Markt gepreiste Wahrscheinlichkeit, dass die Zölle tatsächlich in Kraft treten liegt also bei 60%.
- Sollten die Zölle kommen, dürfte die Preisdifferenz zwischen LME und COMEX letztlich den finalen Zollsatz betragen und damit dürfte auch die Arbitrage zum Ende kommen. Außerdem dürfte die starke (vorgezogene) Nachfrage aus den USA nachlassen, sodass die Preise sowohl hierzulande als auch in den Vereinigten Staaten fallen dürften.

Historische Arbitrage zwischen COMEX- und LME-Kupfer



Zeitraum: 01.01.2024 – 23.07.2025



06

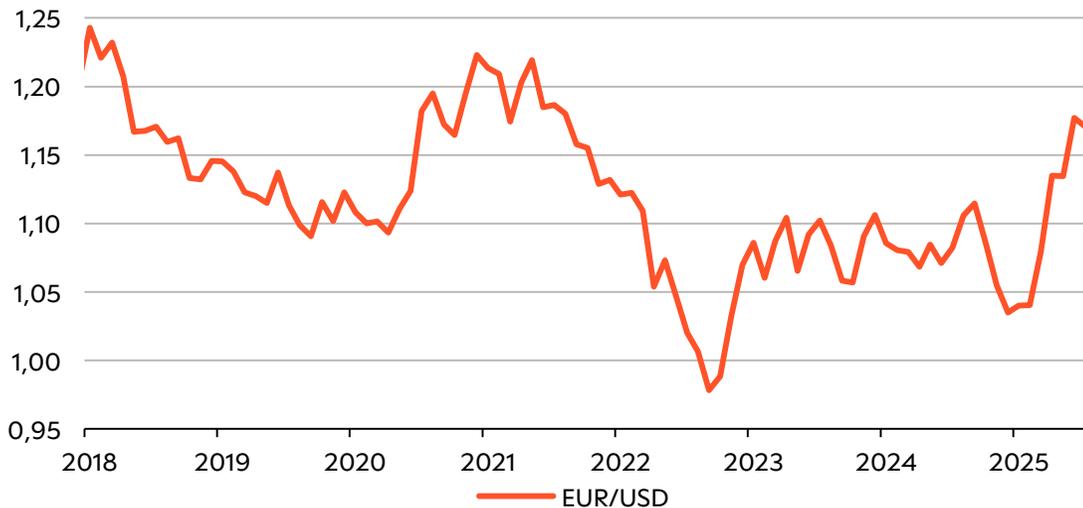
Währungen

Marktentwicklung

Schlechtestes erste Halbjahr für den Dollar seit 1973

- Gegenüber einem Korb verschiedener Währungen betrug der Wertverlust des Dollars im ersten Halbjahr 11 %, gegenüber dem Euro waren es sogar 14 %. Die Gründe hierfür sind vielfältig und reichen von dem Chaos bei den US-Zöllen über Angriffe auf die Unabhängigkeit der Fed bis hin zur ausufernden Staatsverschuldung. Da diese Faktoren bestehen bleiben werden, ist keine Dollarerholung in Sicht.
- Die Stärke des Euros wird mittlerweile auch von der EZB genau beobachtet, denn eine starke Währung verbilligt die Importe und erhöhet somit die Gefahr, dass die Inflation unter die Zielmarke von 2 % fällt. EZB-Vizepräsident de Guindos nannte zuletzt die Schwelle von 1,20 Dollar pro Euro als kritisch, deren Überschreitung eine weitere Zinssenkung wahrscheinlicher machen könnte. Wir rechnen jedoch für die kommenden Monate mit einer Seitwärtsbewegung beim Wechselkurs.

Keine nachhaltige Erholung für den US-Dollar in Sicht

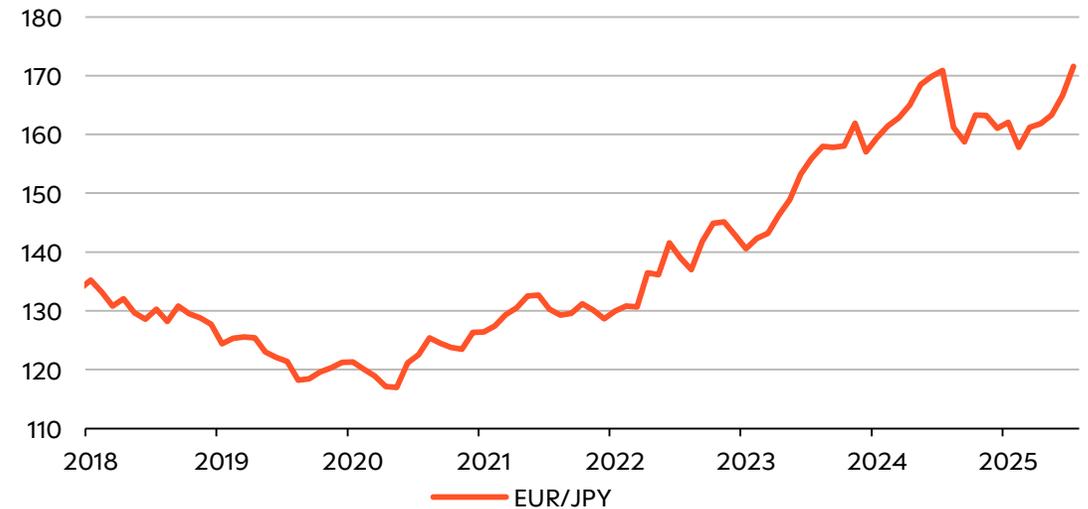


Zeitraum: 01/2018 – 07/2025

Wahlen und Handelsabkommen bewegen den Yen

- Nach den verlorenen Oberhauswahlen verfügt die Regierungskoalition in Japan in keiner der beiden Kammern der Nationalversammlung mehr über eine Mehrheit. Bei den im Herbst anstehenden Haushaltsverhandlungen dürfte die geschwächte Regierung Zugeständnisse machen müssen, um eine Mehrheit zu erhalten. Höhere Staatsausgaben könnten die Folge sein.
- Dies hat zu steigenden Renditen für japanische Staatsanleihen und zu einem schwächeren Yen geführt. Positiv für die japanische Wirtschaft ist jedoch, dass man sich mit den USA auf ein Handelsabkommen geeinigt hat. Wenn sich die Unsicherheit etwas legt, könnte die BoJ den Leitzins noch etwas weiter anheben. Dies wird jedoch nur langsam und zaghaft geschehen, weshalb wir beim Wechselkurs zum Euro eine Seitwärtsbewegung erwarten.

Schwächephase des Yen ist voraussichtlich nur temporär



Zeitraum: 01/2018 – 07/2025

Prognosen

Wechselkursprognosen

	23.07.2025	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,18	1,16	1,18	1,18	1,20
EUR/GBP	0,87	0,86	0,86	0,86	0,86
EUR/CHF	0,93	0,95	0,94	0,95	0,95
EUR/JPY	172	169	166	169	165

Veränderung zum Euro (in %)

USD	-	1,5	-0,2	-0,2	-1,5
GBP	-	0,8	0,8	0,8	0,8
CHF	-	-1,8	-0,7	-1,8	-1,8
JPY	-	2,1	3,9	2,1	4,8



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

Dr. Konstantin Ignatov
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Mirko Schmidt
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Felix Schmidt
Leitender Volkswirt