



Horizonte Handout

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

September 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 29.08.2025

Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Übergewichtung bei realen Vermögenswerten	04
02	Volkswirtschaft Eurozone wartet nach dem Handelsabkommen auf den Aufschwung, US-Arbeitsmarkt kühlt sich ab	09
03	Aktien Aktienmärkte setzten ihren Aufwärtstrend weiter fort	14
04	Anleihen Die angegriffene Fed steht im Zwiespalt	20
05	Rohstoffe Viel Angebot bei Öl, Silber kurz vor Ausbruch, Kupfer-Arbitrage vorüber	25
06	Währungen Derzeit spricht wenig für den US-Dollar	28



01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (31.07.25 - 28.08.25)	■ YTD (31.12.24 - 28.08.25)	28.08.24	28.08.23	28.08.22	28.08.21	28.08.20
Aktien Frontier Markets	3,6	20,3	28,6	8,0	-8,9	-0,9	34,1
Gold	1,5	15,4	29,8	26,9	1,8	13,1	-6,7
Aktien Industrienationen	0,8	1,3	11,5	22,1	2,3	3,2	30,3
EUR Staatsanleihen	0,1	1,7	3,0	5,3	-3,1	-8,6	0,7
EUR Unternehmensanleihen	0,1	2,4	4,5	7,9	-0,8	-12,2	2,7
Euro-Übernachteinlage	0,1	1,5	2,7	4,0	2,3	-0,5	-0,6
Industriemetalle	-8,3	-0,1	-3,7	5,9	-14,4	18,6	35,8
Globale Wandelanleihen	-0,6	-1,8	11,2	4,5	-7,9	-6,7	25,5
REITs	-8,5	-0,7	-8,6	13,8	-21,0	5,7	27,4
Aktien Emerging Markets	-0,8	5,6	11,6	11,9	-7,9	-3,7	16,5
USD/EUR-Wechselkurs	-11,4	-2,3	-4,8	-2,7	-7,9	18,4	0,9
Brent	-10,5	-5,9	-4,3	2,2	-11,1	104,4	59,6

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: 28.08.2020 – 28.08.2025

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

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

Kapitalmarkt kompakt



Volkswirtschaft

Das Handelsabkommen zwischen der EU und den USA beendet die Unsicherheit und könnte der Eurozone zu einem Aufschwung verhelfen.

Die britische Konjunktur wird durch gestiegene Staatsausgaben, Reallohnzuwächse und eine gelockerte Geldpolitik gestützt.

Trump stiftet weiterhin Chaos, und diese Politik wird nicht ohne Folgen für die US-Wirtschaft bleiben.



Aktien

US-Aktien erreichen dank guter Berichtssaison, weiteren Käufen durch Systematiker sowie Hoffnungen auf Zinssenkungen neue Allzeithochs.

US-Berichtssaison schlägt die (geringen) Erwartungen. In Europa tragen vor allem Banken das Gewinnwachstum.

Eine schwächere Saisonalität, ein möglicher Liquiditätsentzug und eine erhöhte Positionierung dürften das Aufwärtspotential kurzfristig begrenzen.



Anleihen

Neben dem politischen Druck sieht sich die Fed mit erhöhten Inflationsrisiken sowie einem schwächelnden Arbeitsmarkt konfrontiert.

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

Bei schwachem Nachfragewachstum und steigender Produktion ist der Angebotsüberschuss bei Rohöl gekommen, um zu bleiben.

Gold im Seitwärtstrend. Silber günstig bewertet, mit hoher Nachfrage und kurz vor technischem Ausbruch.

Ausbleiben von US-Zöllen auf Kupfer führt zu Crash an der COMEX. Die im Vorfeld vorgezogene Nachfrage limitiert das Aufwärtspotenzial.



Währungen

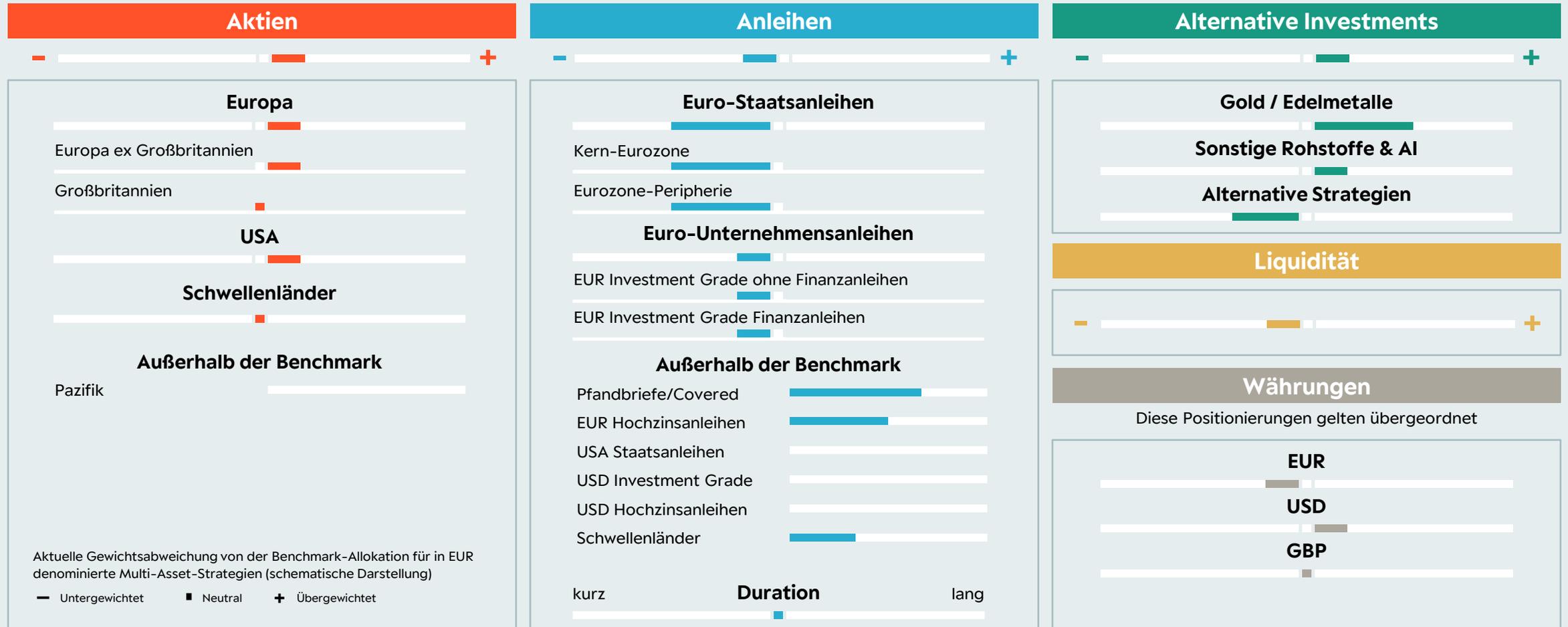
Die sich abschwächende Konjunkturdynamik und weitere Zinssenkungen der Fed werden den Dollar belasten.

Hinzu kommen Trumps Angriffe auf die Fed und der weiter steigende Schuldenberg. Derzeit spricht wenig für den US-Dollar.

In Japan steigt der Druck auf die Notenbank, den Leitzins weiter anzuheben. Dies könnte mittelfristig den japanischen Yen stärken.

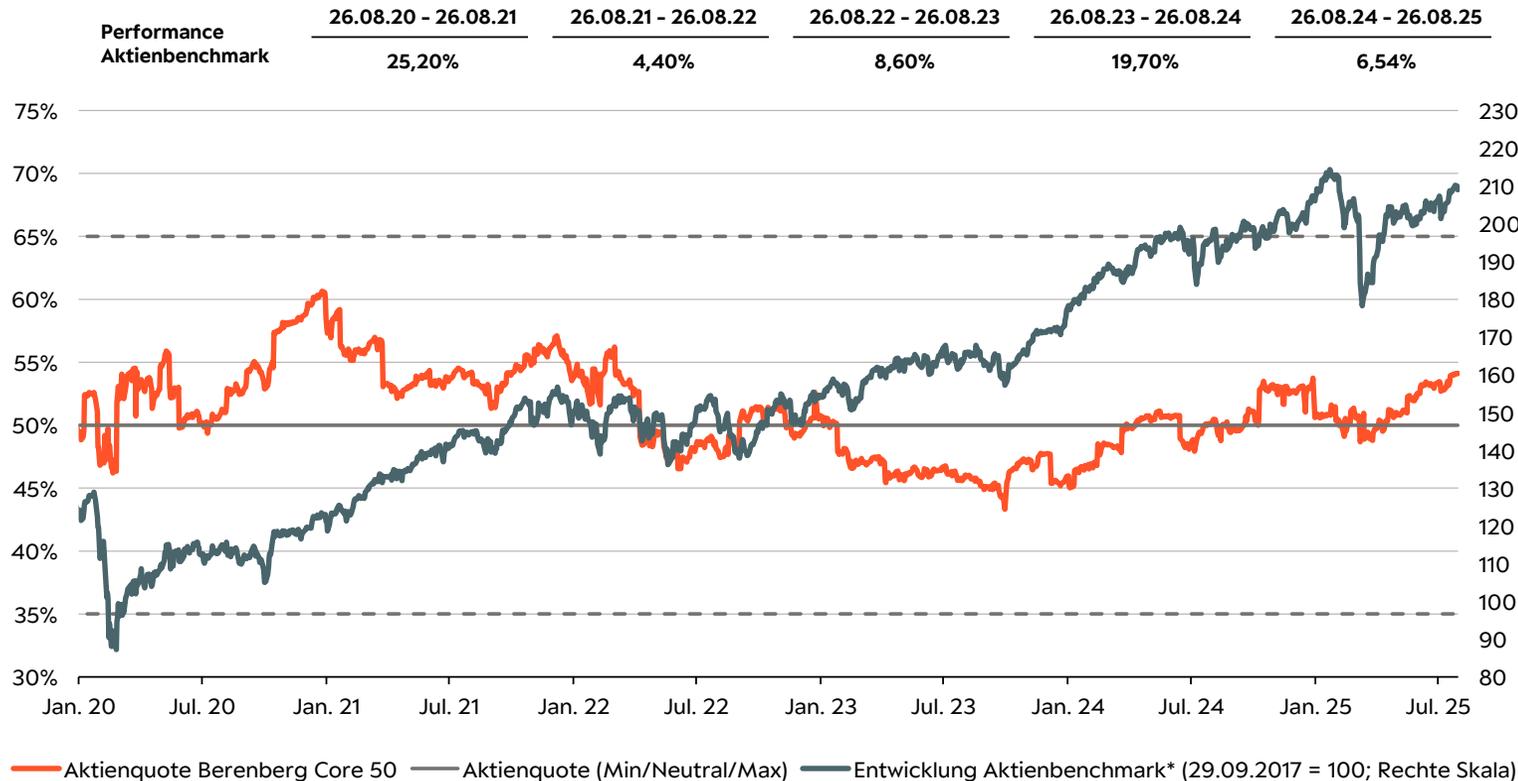
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Zeitraum: 26.08.2020 – 26.08.2025

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 bleiben bei Aktien übergewichtet, allerdings nur moderat, da zuletzt die Gefahr eines Rücksetzers gestiegen ist. Die Positionierung von regelbasierten Strategien ist aufgrund der niedrigen Volatilität in den letzten Monaten deutlich gestiegen. Gleichzeitig dürfte die US-Liquidität in den September hinein zurückgehen. Zudem war zumindest historisch der Spätsommer eine anfällige Periode, zumal die Aktienrückkaufprogramme in der Zeit tendenziell geringer ausfallen. Die wohl bald lockerere US-Geldpolitik trotz unverändert zu hoher Inflation spricht aber für reale Vermögenswerten inkl. Aktien.
- Innerhalb der Rohstoffe haben wir jüngst Industriemetalle abgebaut und Silber aufgebaut. Für Silber spricht neben der positiven Markttechnik die relative günstige Bewertung im Vergleich zu Gold. Zudem kaufen nun auch die ersten Zentralbanken Silber. Für Industriemetalle erwarten wir aufgrund der Zollthematik kurzfristig kein großes Aufwärtspotenzial, auch wenn wir langfristig optimistisch bleiben.



02

Volkswirtschaft

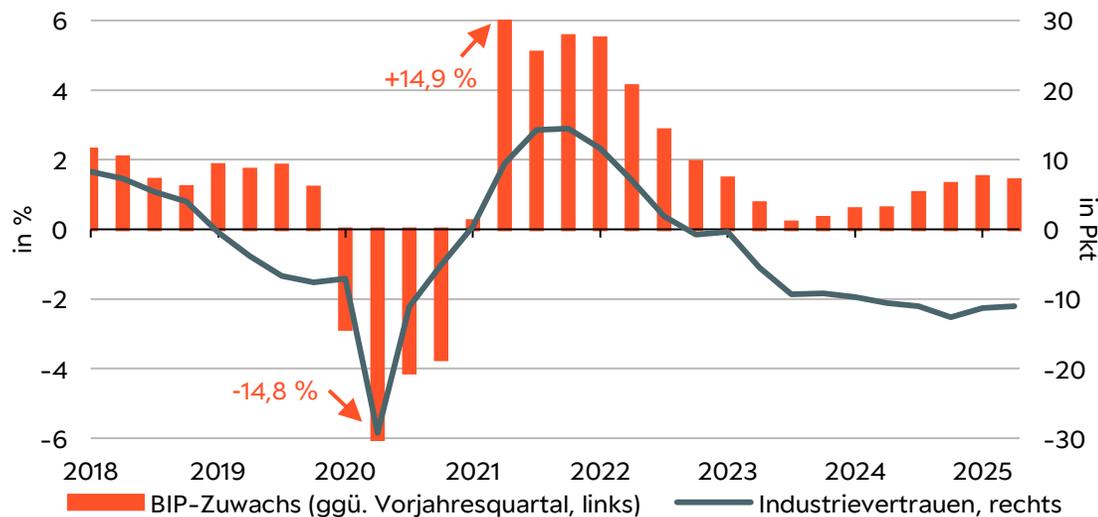


Eurozone

Neuer Aufschwung nach dem Ende der Handelsstreitigkeiten

- Nachdem das BIP der Eurozone im ersten Quartal um überdurchschnittliche 0,6 % gegenüber dem Vorquartal angestiegen war, wuchs die Wirtschaft im zweiten Quartal um weitere 0,1 %. Das stärkere Wachstum in den ersten drei Monaten des Jahres ist auf den Anstieg der Exporte zurückzuführen, mit dem den drohenden US-Zöllen zuvorgekommen werden sollte. Im Gegenzug fielen die Exporte im zweiten Quartal schwächer aus.
- Der leichte Anstieg des BIP der Eurozone im zweiten Quartal deutet auf eine gewisse positive Dynamik hin. Das Handelsabkommen mit den USA beendet die Unsicherheit und könnte als Katalysator für einen Aufschwung dienen. Unterstützend wirken zudem die geldpolitische Lockerung der EZB und der weiterhin stabile Arbeitsmarkt. Für das Gesamtjahr 2025 rechnen wir mit einem soliden BIP-Wachstum von 1,2 %.

Aufschwung zum Jahresende steht eigentlich nichts mehr im Weg

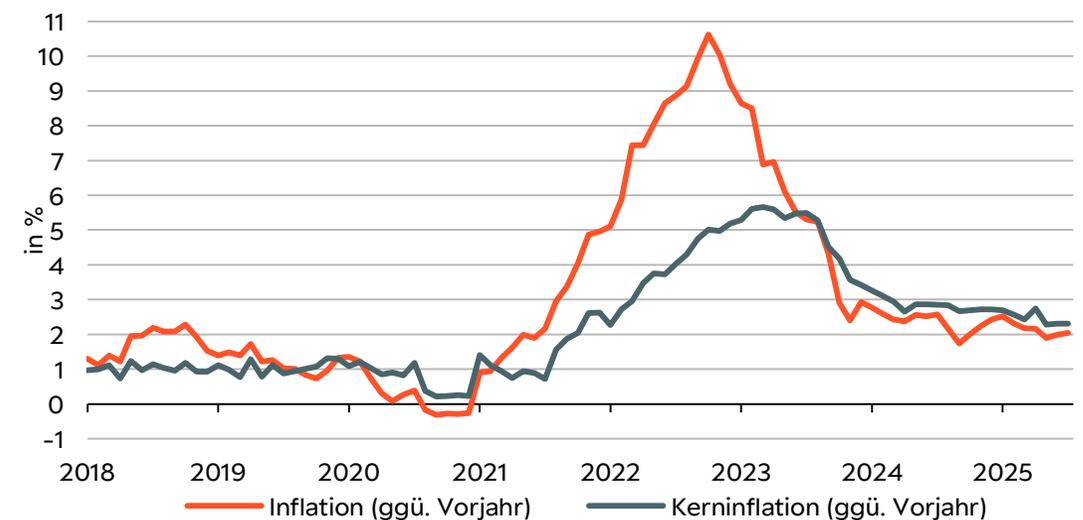


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Die EZB fährt derzeit geradeaus

- 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 offengehalten. Die EZB wird abwarten, wie sich das Handelsabkommen mit den USA in der Realwirtschaft niederschlägt. Sollte sich die Euro-Konjunktur nach einem Abflauen der Zollkonflikte im Spätherbst wie von uns erwartet erholen, wird sie ihren Leitzins nicht weiter senken.
- Auch den Euro werden die Währungshüter aus Frankfurt genau im Auge behalten. Die Gemeinschaftswährung 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.

Inflation soweit unter Kontrolle



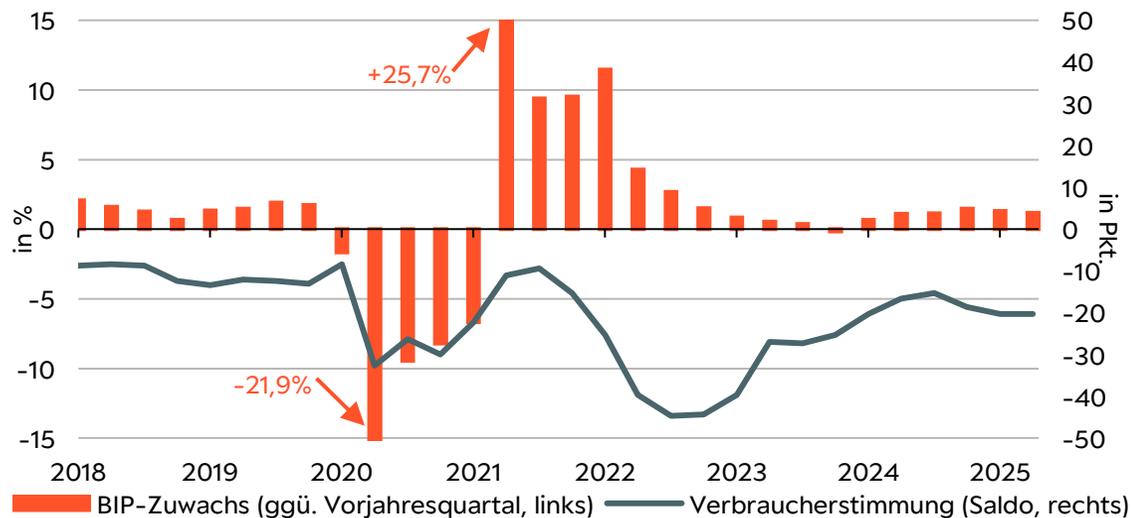
Zeitraum: 01/2018 – 07/2025

Großbritannien

Solides Wachstum im zweiten Quartal

- Die britische Wirtschaft hat die US-Zölle und die heimischen Steuererhöhungen überraschend gut verkraftet. Das BIP-Wachstum in Q2 fiel mit einem Plus von 0,3 im Vergleich zum Vorquartal deutlich höher aus als vom Bloomberg-Konsens erwartet. Der Wachstumsmotor war einmal mehr der Dienstleistungssektor, der im Vergleich zum Vorquartal um 0,4 % zulegen konnte. Unterstützend wirkten sich zudem die Fiskalausgaben aus, während der Außenhandel das Wachstum nicht mehr belastete.
- In der zweiten Jahreshälfte werden sich die gestiegenen Staatsausgaben, die Reallohnzuwächse der Verbraucher und die sinkenden Leitzinsen positiv bemerkbar machen. Wir rechnen für das Gesamtjahr 2025 mit einem BIP-Wachstum von 1,3 %.

Britische Wirtschaft gewinnt etwas an Schwung

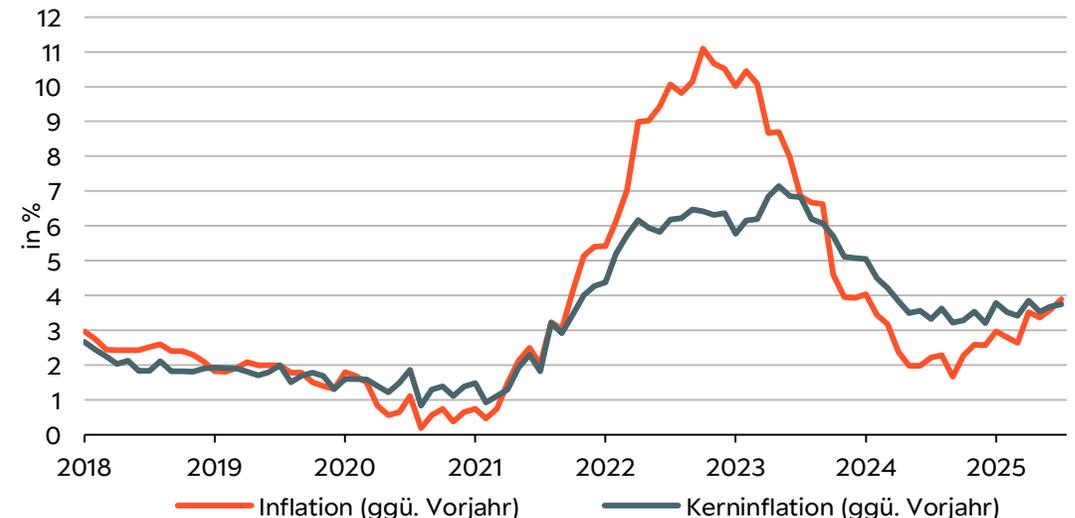


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

BoE muss sich geduldig zeigen

- Insbesondere der Preisdruck im Dienstleistungssektor hat die Gesamtinflationsrate in Großbritannien im Juli gegenüber dem Vorjahr um 3,8 % steigen lassen. Der Anstieg der Preise im Dienstleistungssektor ist jedoch zum großen Teil auf die stark schwankenden Flug- und Hotelpreise zurückzuführen. Wir rechnen damit, dass die Inflationsrate in den kommenden Monaten noch etwas weiter ansteigen wird, bevor der Preisdruck gegen Ende des Jahres etwas nachlässt.
- Auch die Zentralbank (BoE) geht davon aus, dass die Inflation im September bei 4,0 % ihren Höchststand erreichen und bis Ende 2026 auf 2,5 % zurückgehen wird. Derzeit ist die Inflationsrate für die BoE aber noch deutlich zu hoch. Sie wird daher voraussichtlich den Leitzins in diesem Jahr nicht weiter senken und erst in der ersten Jahreshälfte 2026 zwei letzte Senkungen um jeweils 25 Bp auf 3,5 % vornehmen.

Inflationsrate bewegt sich in die falsche Richtung



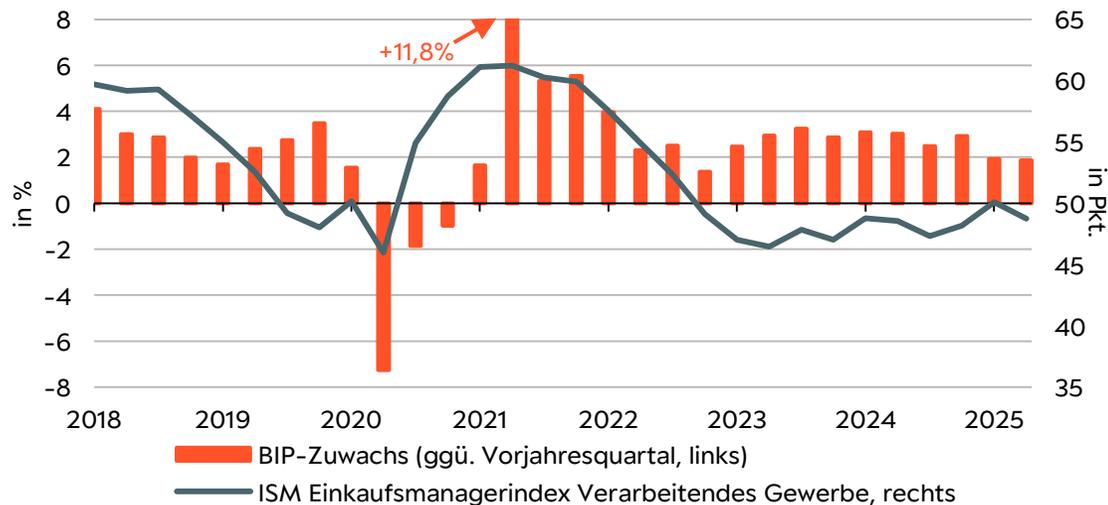
Zeitraum: 01/2018 – 07/2025

USA

Auch in Zukunft bleiben Zölle Trumps Allzweckwaffe

- Die USA haben zuletzt mehrere Handelsabkommen abgeschlossen. Darüber hinaus hat sich das Weiße Haus mit China auf eine Verlängerung der Zollpause bis zum 10. November geeinigt; ein Abkommen dürfte folgen. Trump wird jedoch auch in Zukunft auf der globalen Bühne nicht nur in Handelsfragen Zölle nutzen, um seinen Willen durchzusetzen. Insgesamt werden die Einfuhrabgaben auf einem deutlich höheren Niveau verweilen als vor Beginn seiner zweiten Amtszeit. Dies wird sich inflationstreibend auswirken und die US-Konsumenten belasten.
- Die Dynamik am US-Arbeitsmarkt lässt nach. Es werden wenige Personen neu eingestellt, aber gleichzeitig auch wenige entlassen. Die restriktive Immigrationspolitik verringert das Arbeitsangebot, sodass die Arbeitslosenquote trotz lediglich 73 tausend neu geschaffener Stellen im Juli lediglich von 4,1 auf 4,2 % stieg.

Trumps Politik wird nicht ohne Spuren bleiben

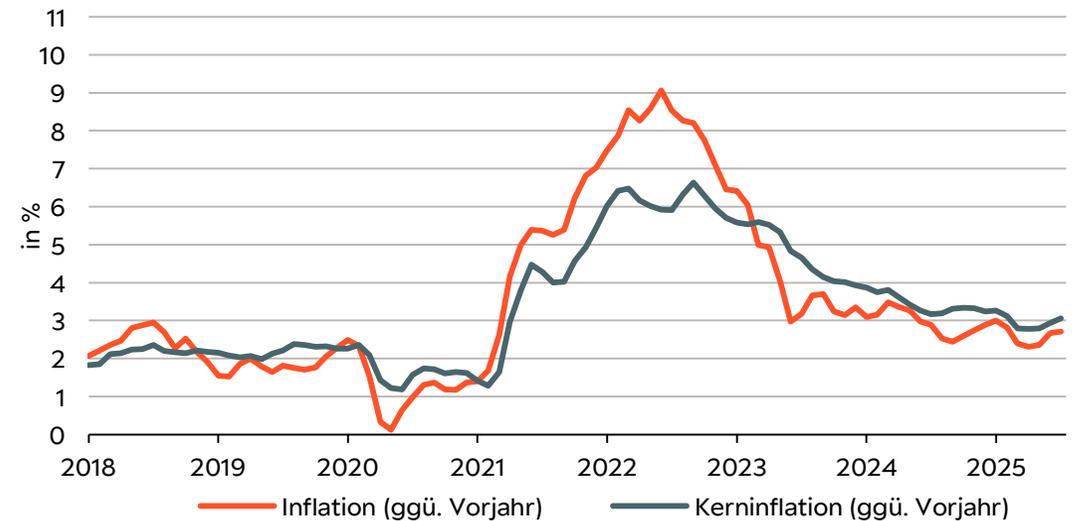


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Fed-Chef Powell signalisiert mögliche weitere Zinssenkungen

- Auf ihrer Sitzung am 30. Juli hat die Fed die Leitzinsspanne bei 4,25 bis 4,5 % belassen. Die Fed befindet sich derzeit in einer schwierigen Lage: Einerseits kühlt sich der Arbeitsmarkt ab, andererseits machen sich die gestiegenen Zölle langsam in den Preisen bemerkbar. Voraussichtlich werden die gestiegenen Einfuhrabgaben in den kommenden Monaten die Inflation weiter ansteigen lassen.
- Fed-Chef Jerome Powell hat in seiner Rede auf dem Notenbankertreffen in Jackson Hole jedoch durchblicken lassen, dass die Sorge um den Arbeitsmarkt derzeit größer scheint als die Inflationsgefahr. Wir rechnen daher mit Zinssenkungen im September und Oktober um jeweils 25 Basispunkte, sodass die Leitzinsspanne dann bei 3,75 bis 4,00 % liegen wird.

Zölle lassen die Inflationsrate wieder steigen



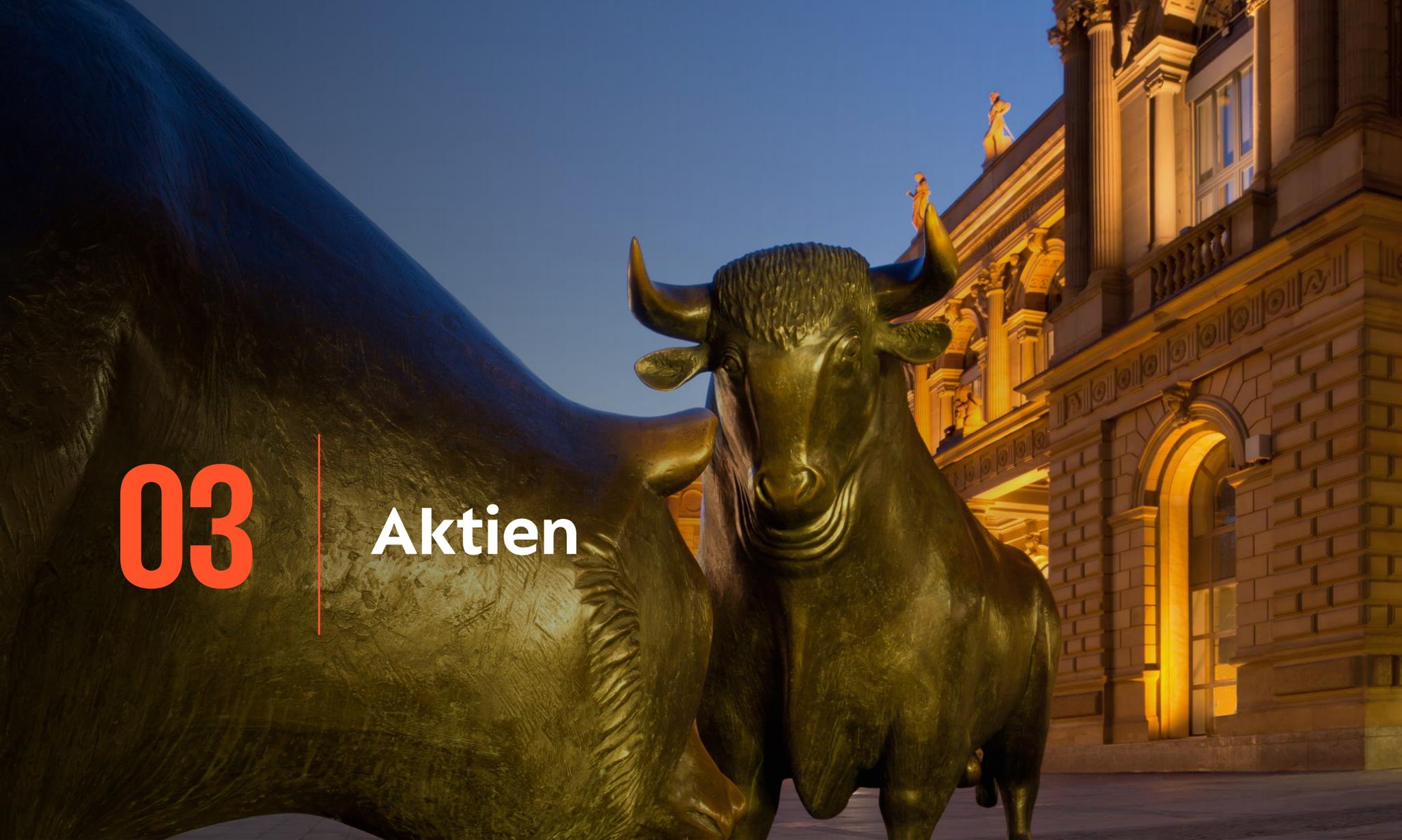
Zeitraum: 01/2018 – 07/2025

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

* 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

Aktienmärkte setzten ihren Aufwärtstrend weiter fort

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Zeitraum: 28.08.2020 – 28.08.2025

US-Aktien auf Allzeithochs. Die Risiken nehmen kurzfristig jedoch zu.

Globale Aktienmärkte setzten ihren Aufwärtstrend im August mehrheitlich fort. So erreichte der S&P 500 in Dollar gerechnet ein neues Allzeithoch und tendiert seit Jahresanfang in Euro gerechnet nun nahezu im positiven Bereich.

Eine besser als erwartete Q2-Berichtssaison in den USA ließ die Besorgnis einer sich abschwächenden Wirtschaft, ausgelöst durch die erratische Zollpolitik Donald Trumps, rasch verfliegen. Entsprechend ist auch die Stimmung sowie die Anlegerpositionierung im August optimistischer geworden. Darüber hinaus ebnete Jerome Powell bei der letzten Jackson Hole Tagung den Weg für eine Zinssenkung im September und betonte die Risiken hinsichtlich eines schwächeren Arbeitsmarktes. Aufwärtsrisiken für die US-Inflation, der Versuch Trumps die Fed Gouverneurin Cook zu entlassen und die Unabhängigkeit der Zentralbank zu gefährden sowie die innenpolitischen Diskussionen in Frankreich und Großbritannien ließen die Märkte bisher hingegen weitestgehend unerschrocken.

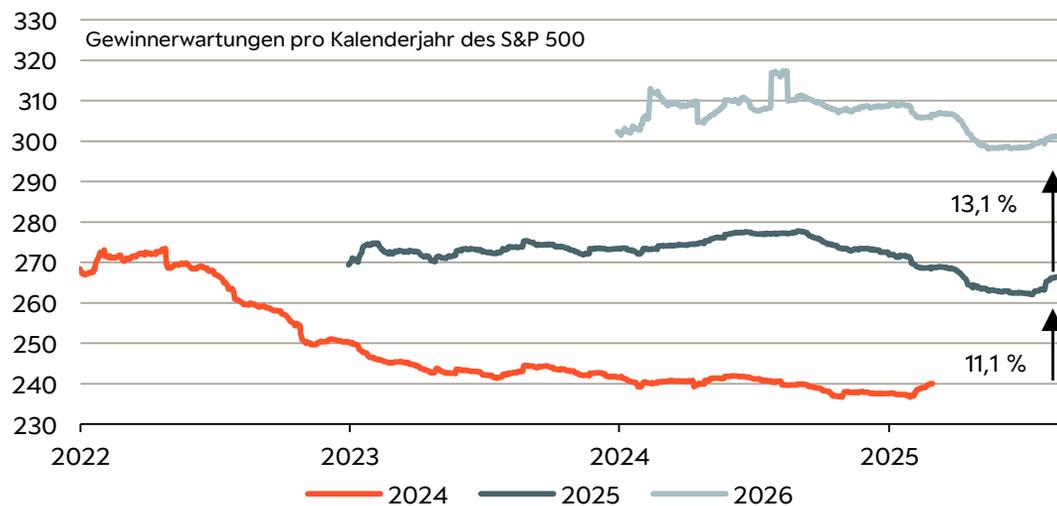
Angesichts einer gewöhnlich schwachen September-Saisonalität, einem möglichen Liquiditätsentzug durch das Auffüllen des Treasury General Accounts sowie einer optimistischeren systematischen Positionierung dürfte das weitere Aufwärtspotential zumindest kurzfristig begrenzt bleiben.

US-Berichtssaison übertrifft verhaltene Erwartungen

Sorgen negativer US-Zolleffekte materialisieren sich (noch) nicht

- Zum Monatsende haben auch die Nachzügler im S&P 500 ihre Bücher zum zweiten Quartal offengelegt. Insgesamt kann dabei ein positives Fazit gezogen werden: Knapp dreiviertel der Unternehmen übertrafen entweder die Gewinn- oder Umsatzschätzungen. Finanzwerte, Industrieunternehmen sowie Technologieaktien überzeugten gewinnseitig am stärksten. Rund die Hälfte der Unternehmen hoben zudem ihre Gewinnprognose für das Gesamtjahr an. Technologiewerte überraschten nicht zuletzt erneut mit starken Investitionen in KI und Datacenter.
- Aufgrund der besser als erwarteten Berichtssaison wurden die zwischenzeitlich reduzierten Gewinnwachstumerwartungen für das Gesamtjahr 2025 zuletzt wieder deutlicher auf 11,1 % angehoben.

Solide Berichtssaison erhöht Gewinnwachstumerwartungen weiter

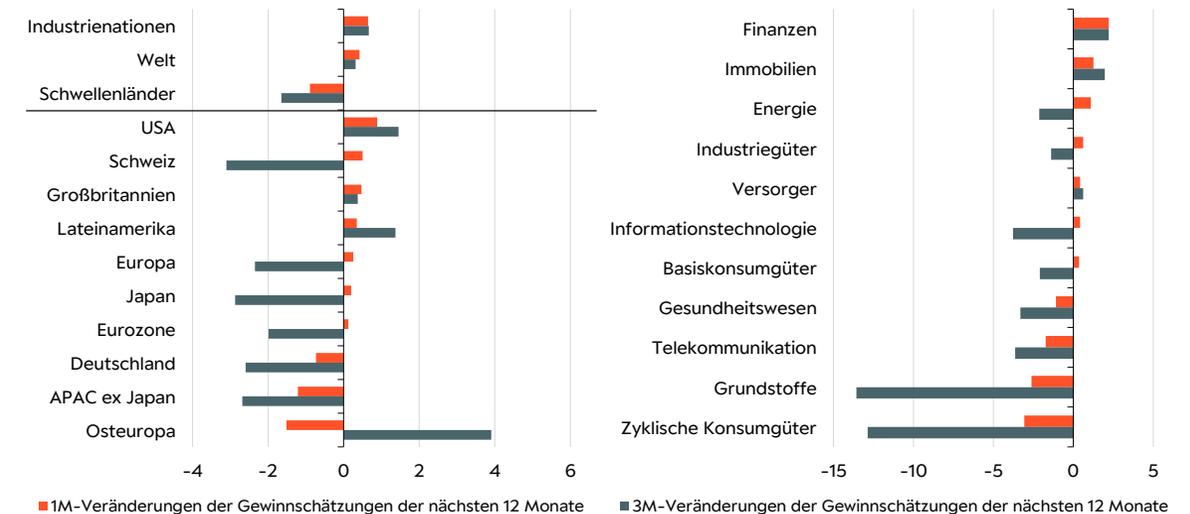


Zeitraum: 01.01.2022 - 25.08.2025

Europäische Berichtssaison hingegen selektiv positiv

- Wenngleich die Berichtssaison in Europa weniger positiv ausfällt als in den USA konnten die Gewinnschätzungen im Aggregat übertroffen werden. Dabei ist jedoch der positive Einfluss solider Bankergebnisse, welche mehr als die Hälfte des Gewinnwachstums auf Indexebene erklären, zu berücksichtigen. Die negativen Ergebnisse der Energie- und Autoaktien lasteten hingegen am stärksten auf dem Gewinnwachstum.
- Die Gewinnrevisionen, welche in Europa unter den schwächsten der großen Volkswirtschaften tendieren, scheinen sich im Zuge der besser als erwarteten Berichtssaison jedoch zu stabilisieren. Maßgeblich für die relative Entwicklung Europas gegenüber den USA dürfte nicht zuletzt auch der starke Euro sein.

Gewinnerwartungen stiegen zuletzt am stärksten in den USA



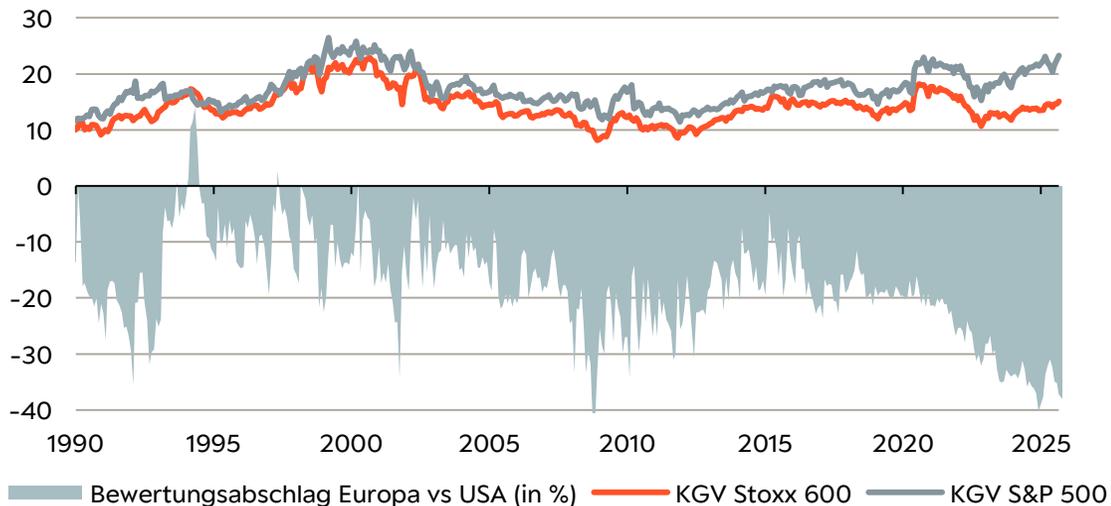
Stand: 27.08.2025

Anfälligkeit des Marktes zumindest kurzfristig erhöht

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.
- Nachdem sich die Bewertungsdifferenz zwischen den USA und Europa im April dieses Jahres hauptsächlich aufgrund des Bewertungsrückgangs amerikanischer Aktien leicht einengte, handelt der Bewertungsabschlag mit rund 37 % nun erneut wieder nahe seiner Höchststände. Mit einem KGV von etwa 15 erscheinen europäische Aktien nach wie vor nicht teuer bewertet zu sein.

Bewertungsdifferenz zwischen den USA und Europa nahe der Hochs

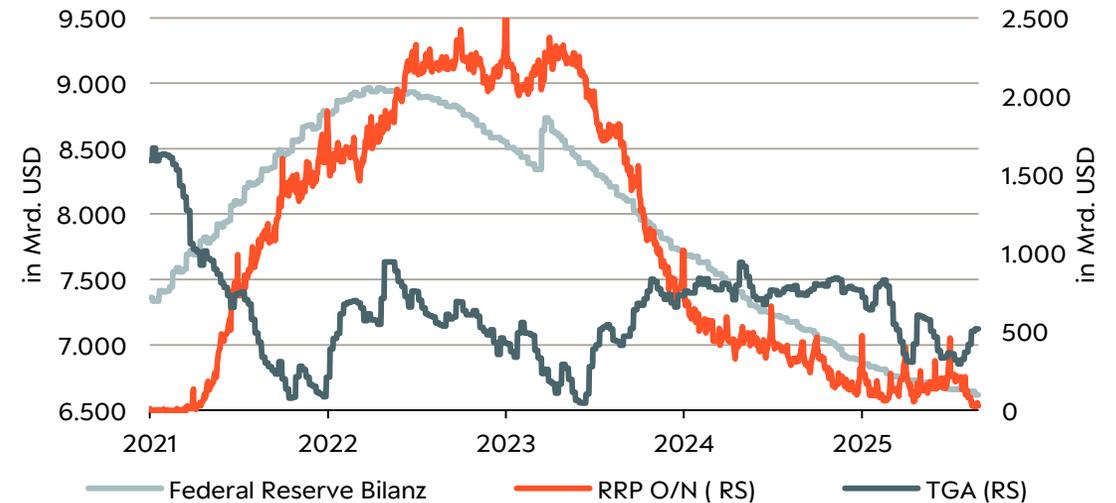


Zeitraum: 01.01.1988 – 28.08.2025

Rückenwind für US-Aktien dürfte sich temporär abschwächen

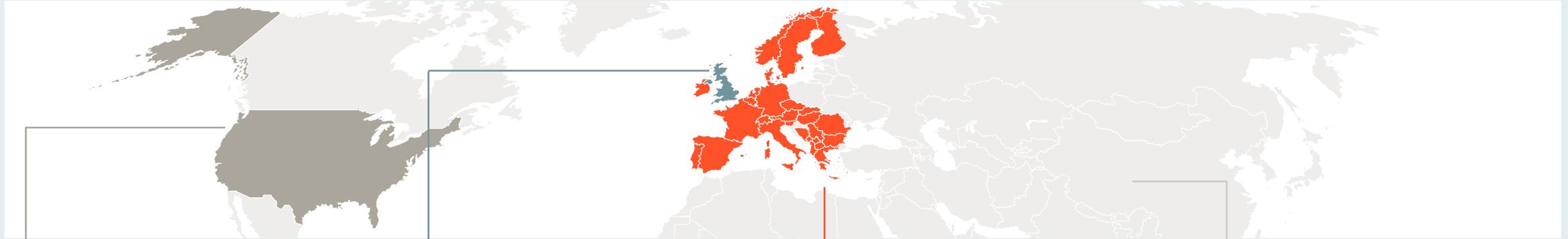
- US-Aktien setzten ihren Aufwärtstrend im August weiter fort und erreichten auf Dollar-Basis neue Allzeithochs. Getragen wurde die Performance neben einer besser als erwarteten Berichtssaison auch durch die Erwartung einer Zinssenkung der Fed im September, nachdem Jerome Powell die Risiken für den Arbeitsmarkt größer gewichtete als jene für die Inflation. Die Anlegerstimmung und -positionierung hat sich im August demnach ebenfalls weiter leicht erhöht.
- In Anbetracht einer schwachen September Saisonalität, einem möglichen Liquiditätsentzug durch das erwartete Auffüllen des Treasury General Accounts auf 850 Mrd. USD sowie saisonal geringeren Aktienrückkäufen dürfte das weitere Aufwärtspotential zumindest kurzfristig begrenzt bleiben.

Kurzfristig dürfte dem Markt Liquidität entzogen werden



Zeitraum: 01.01.2021 – 27.08.2025

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, bevorstehende Fiskalstimuli in Form des OBBBA, ein schwächerer US-Dollar sowie eine 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. Die Diskussion rund um den zu verabschiedenden Haushaltsplan bergen jedoch kurzfristig auch Risiken.

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 nach wie vor ein Risiko, wenngleich ein Handelsdeal zwischen der EU und der USA erreicht ist.

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	28.08.2025	31.12.2025	30.06.2026	In 12 Monaten
	Aktuell			Ø*
S&P 500	6.502	6.400	6.600	7.122
DAX	24.040	24.000	25.500	27.321
Euro Stoxx 50	5.397	5.700	6.000	5.998
MSCI Großbritannien	2.627	2.600	2.750	2.911

Indexpotential (in %)

S&P 500	-	-1,6	1,5	9,5
DAX	-	-0,2	6,1	13,7
Euro Stoxx 50	-	5,6	11,2	11,1
MSCI Großbritannien	-	-1,0	4,7	10,8



04

Anleihen



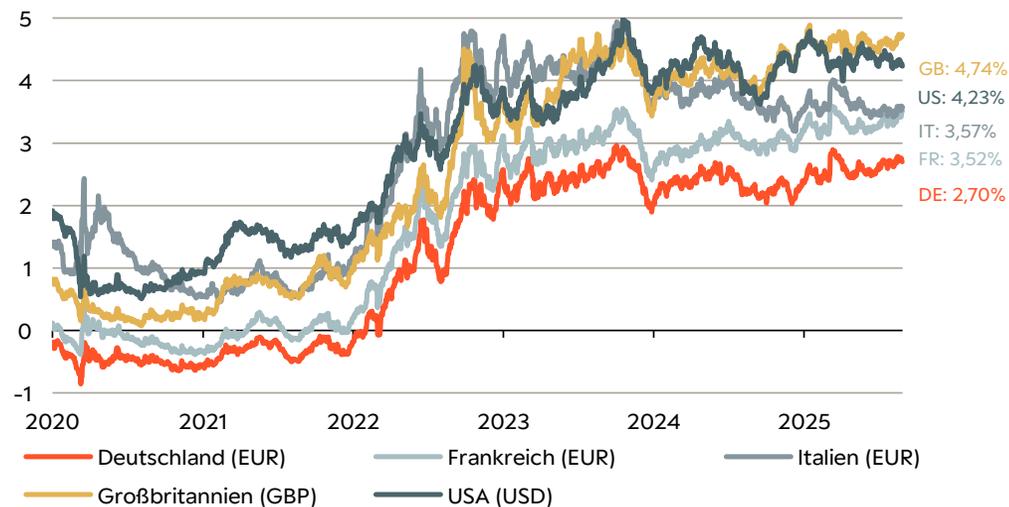
BERENBERG

Die angegriffene Fed steht im Zwiespalt

Die Fed: zwischen schwächelndem Arbeitsmarkt und Inflationsrisiken

- Donald Trumps Angriffe auf die Fed kennen keine Pause. Nach der Veröffentlichung der US-Inflationszahlen für Juli gab es weitere Angriffe gegen Fed-Chef Jerome Powell. Neben den mittlerweile regelmäßigen Aufforderungen, die Zinsen zu senken, kündigte Trump an, er wolle über eine Anklage gegen Powell nachdenken. Zuletzt feuerte Trump die Gouverneurin Lisa Cook wegen angeblicher Falschangaben bei der Aufnahme von Immobilienkrediten. Ihr Schicksal wird jetzt von einem US-Gericht entschieden.
- Neben dem politischen Zinssenkungsdruck durch Trump sieht sich die Fed mit erhöhten Inflationsrisiken durch von ihm eingeführte Zölle sowie einem schwächelnden Arbeitsmarkt konfrontiert. Die eher taubenhafte Rede von Jerome Powell auf dem Jackson-Hole-Symposium überraschte die Marktteilnehmer und ließ die Befürchtungen hinsichtlich der Unabhängigkeit der Fed weiter aufflammen.

10-jährige Renditen (%) zuletzt volatil

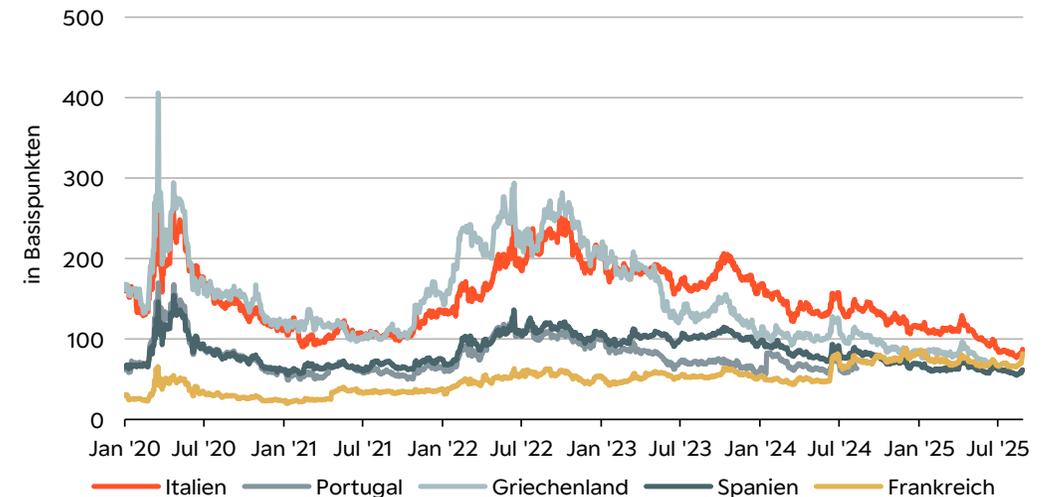


Zeitraum: 01.01.2020–27.08.2025

Frankreich: Die politische Unsicherheit spitzt sich weiter zu

- Die politische Stimmung in Frankreich bleibt trübe: Premierminister Bayrou hat überraschend eine Vertrauensabstimmung beantragt, um Unterstützung für seinen Haushaltsplan zu erzwingen. Die Abstimmung findet am 8. September statt. Bisherige Kommentare der Oppositionsparteien deuten darauf hin, dass Bayrous Minderheitsregierung die Abstimmung wahrscheinlich verlieren wird.
- Selbst bei erfolgreicher Umsetzung des Haushaltsplans 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 zuletzt angestiegen



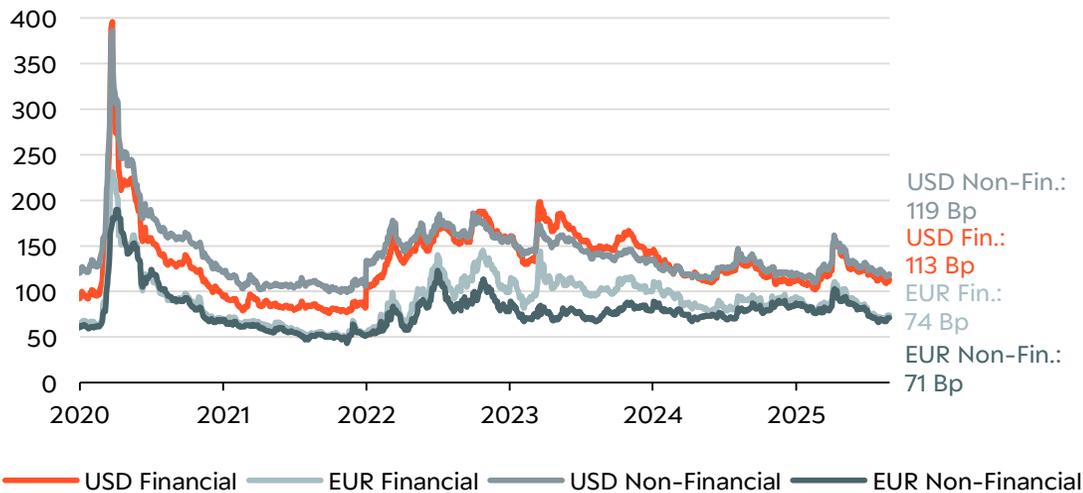
Zeitraum: 01.01.2020–27.08.2025

US-Handelszölle für Europa besser als befürchtet; EM-Länder weiter in Spannung

Unternehmensanleihen: Historisch niedrige Spreads mahnen zur Vorsicht

- Die Risikoaufschläge von IG- sowie Hochzinsunternehmensanleihen blieben im August weiterhin stabil. Zwar gibt es zahlreiche Hinweise auf eine Verlangsamung der US-Konjunktur, und es wird voraussichtlich noch etwas dauern, bis sich die deutschen Investitionsprogramme positiv auf das Wachstum auswirken. Allerdings hat sich das Risiko einer US-Rezession gegenüber dem Frühjahr verringert und die US-Zölle für Europa liegen unter den befürchteten Extremwerten.
- 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

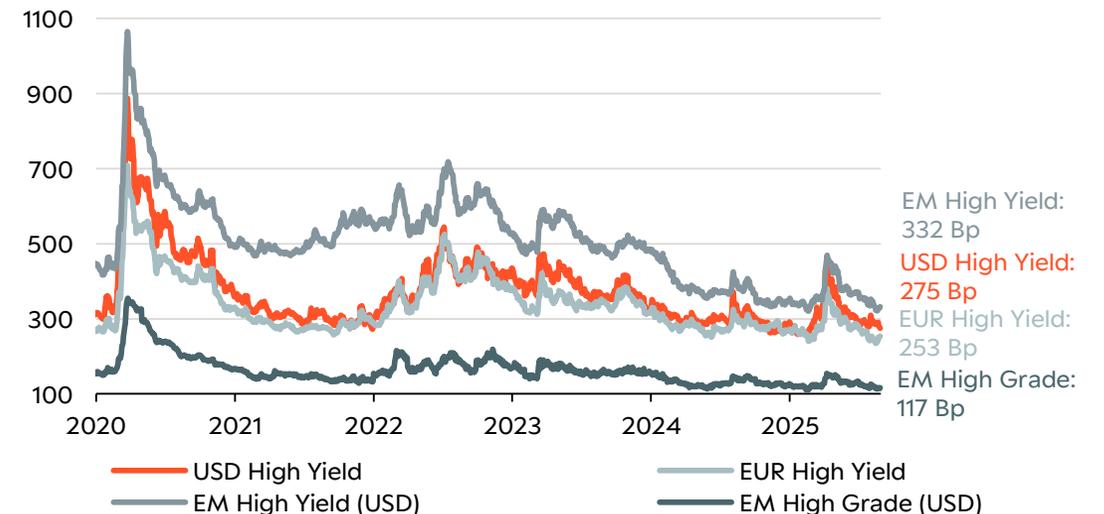


Zeitraum: 01.01.2020 – 26.08.2025

Schwellenländeranleihen: Handelsstreit mit Trump weiter im Fokus

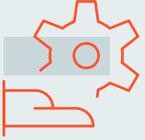
- Die Handels- und Zollpolitik von US-Präsident Donald Trump sorgt weiterhin für Spannungen in den Schwellenländern. Zuletzt eskalierten die Handelsverhandlungen mit Indien, als Trump Strafzölle auf indische Ölimporte aus Russland verhängte und damit die kumulierten Strafzölle auf Indien auf 50 Prozent an hob. Die Verhandlungen mit China verlaufen weiterhin zäh. Die finalen Bedingungen der Vereinbarungen sowie Trumps Wille, sich daran zu halten, bergen Risiken 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 möglichen zollbedingten Aufwärtstrend der EM-Risikoprämien entgegenwirken.

Schwellenländer: Risikoaufschläge stabilisieren sich



Zeitraum: 01.01.2018 – 26.08.2025

Anleihen Allokation



Kernsegmente

Staatsanleihen

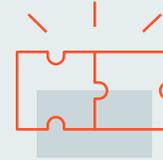
untergewichten

- 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 %)

	28.08.2025	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,25-4,50	3,75-4,00	4,05	3,75-4,00	3,68
10J US-Rendite	4,21	4,70	4,29	4,85	4,22
Eurozone					
Leitzins**	2,00	2,00	1,97	2,00	1,96
10J Bund-Rendite	2,69	2,70	2,68	2,80	2,81
Großbritannien					
Leitzins	4,00	4,00	3,79	3,50	3,40
10J Gilts-Rendite	4,70	4,70	4,33	4,70	4,24

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

**Einlagensatz



05

Rohstoffe

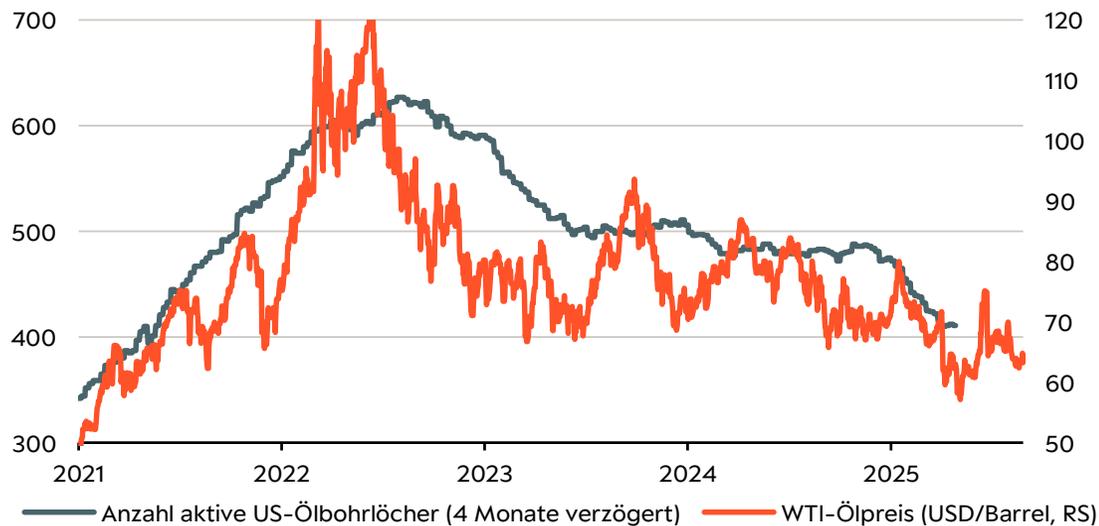
Angebotsüberschuss: gekommen, um zu bleiben

Drill, baby, drill (nur nicht bei der US-Schieferölindustrie)

- Der Ölpreis (Brent) hat sich im August unterhalb der Marke von 70 USD je Barrel stabilisiert und notiert damit in EUR rund 20% niedriger als zum Jahresanfang.
- Die OPEC+ hat derweil ihren Kurs der Produktionsausweitungen weiter fortgesetzt. Nach 140 kbpd im April und jeweils 411 kbpd im Mai, Juni und Juli hat das Kartell im August das Tempo noch einmal erhöht und die Produktion um 548 kbpd ausgeweitet. Für September soll das Angebot in gleicher Menge erhöht werden. Damit wird die OPEC+ die Produktion in nur sechs Monaten um fast 2,5 mbpd erhöht haben.
- Aber nicht nur die OPEC+, auch Nicht-OPEC-Länder fahren ihren expansiven Kurs fort. Nach Schätzungen verschiedener Agenturen dürfte hier das Produktionswachstum zwischen 1 bis 2 mbpd für dieses Jahr liegen.

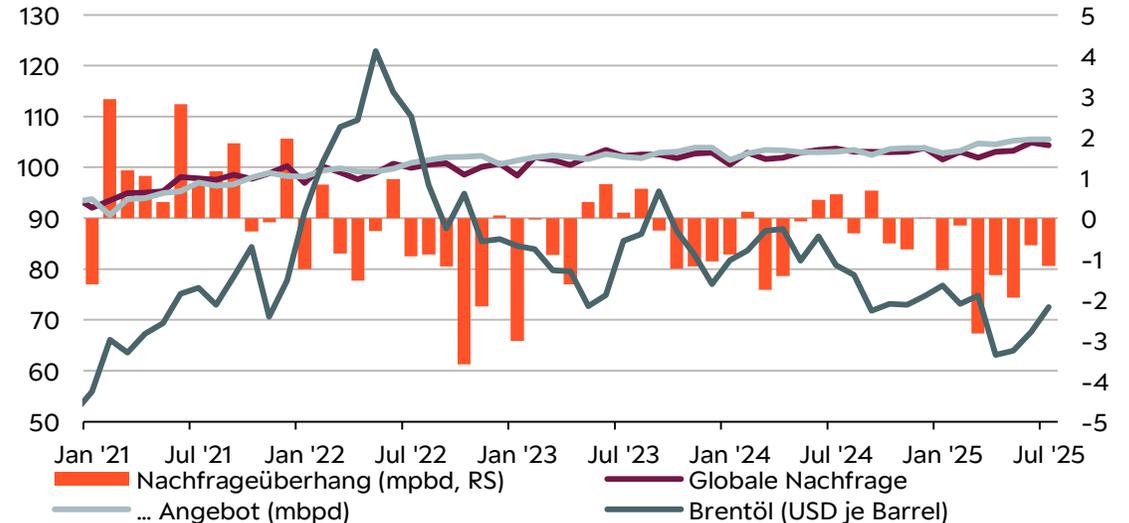
- Geopolitische Risiken im Nahen Osten sowie sekundäre Sanktionen bieten (temporäre) Aufwärtchancen. Allerdings ist es um beide Themen zuletzt ruhiger geworden.
- Jenseits davon ist der fundamentale Ausblick düster. Bei schwachem Nachfragewachstum und großen Angebotserhöhungen rechnet die IEA für 2026 mit einem Aufbau der Lagerbestände, der sogar das Corona-Jahr 2020 übersteigen könnte. Und so ist es wenig verwunderlich, dass die ersten Analysten Kursziele von 50 USD je Barrel ausrufen – ganz zur Freude von Donald Trump, weniger zur Freude der US-Schieferölindustrie, die schon jetzt die niedrigste Bohraktivität seit vier Jahren aufweist.
- Trotzdem sollte eine Short-Position wohl überlegt sein. Aufgrund der steilen Backwardation liegt die Rollrendite im ersten Future-Kontrakt derzeit bei fast 10% p.a.

US-Schieferölindustrie leidet unter niedrigem Ölpreis



Zeitraum: 01.01.2021 – 27.08.2025

Ölmarkt seit Monaten im Überschuss



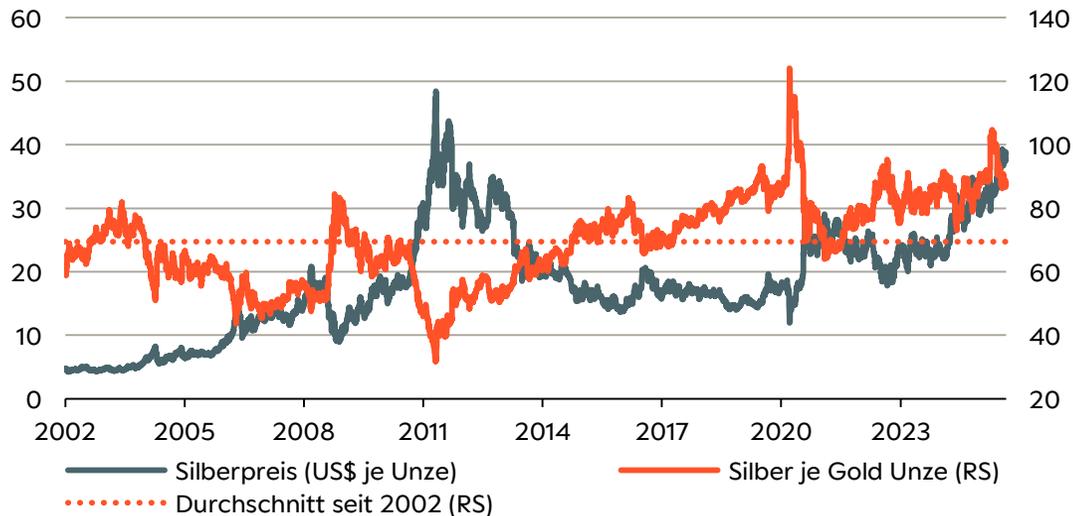
Zeitraum: 01.01.2021 – 31.07.2025

Silber kurz vor Ausbruch, Arbitrage bei Kupfer vorüber

Gold bleibt teuer, Silber potenziell kurz vor Ausbruch

- Der Goldpreis verharrt weiterhin in einer Seitwärtsbewegung knapp unterhalb der Marke von 3.400 USD je Unze. Nach der Rede des Fed-Chefs Powell beim Jackson Hole Symposium am 22. August stieg der Goldpreis sprunghaft um 50 USD. Der Markt deutete die Rede als Signal, dass die US-Notenbank bereits im September die Zinsen senken könnte – dies würde den Goldpreis wohl zusätzlich stützen.
- Silber ist relativ zu Gold weiterhin günstig bewertet und könnte kurz vor einem technischen Ausbruch stehen. Zudem gibt es einige positive Impulse auf der Nachfrageseite: Zentralbanken im mittleren Osten haben begonnen Silber zu kaufen. Außerdem kommt rund die Hälfte der Nachfrage aus der Industrie, sodass eine konjunkturelle Erholung den Preis zusätzlich stützen dürfte. Gleichzeitig bleibt das Angebot knapp: Der Markt ist schon das fünfte Jahr im Defizit.

Silber attraktiv bewertet und wahrscheinlich kurz vor Ausbruch

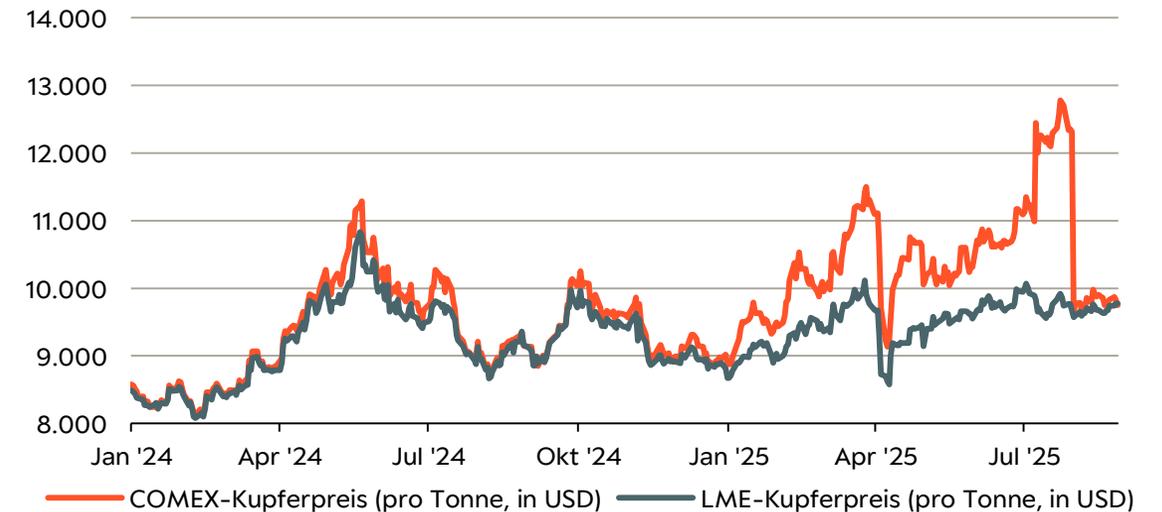


Zeitraum: 01.01.2002 – 27.08.2025

Kupfer-Arbitrage zu Ende, Zinkpreis anfällig für Korrekturen

- In Erwartung von US-Importzöllen war Ende Juli die Differenz des Kupferpreises zwischen COMEX und LME deutlich gestiegen. Bisweilen wurde Kupfer an der COMEX mit einem Preiszuschlag von 30% gehandelt. Die Märkte beendeten die Arbitrage zwischen COMEX- und LME-Kupfer schlagartig, nachdem die US-Regierung bekanntgab, dass die Importzölle nur auf halbfertige Produkte aus Kupfer erhoben werden. Derzeit sind die Preise an der LME und COMEX wieder gleichauf.
- Die Zink-Lagerbestände an der LME sind auf dem niedrigsten Niveau seit 2023. Dies ließ den Zinkpreis zuletzt deutlich steigen. Seit Jahresanfang ist Zink mit fast -9% trotzdem das Schlusslicht unter den Industriemetallen. Zudem scheint Zink anfällig für Korrekturen, da gemäß der International Lead and Zinc Study Group der Markt derzeit überversorgt ist.

Historische Arbitrage zwischen COMEX- und LME-Kupfer vorüber



Zeitraum: 01.01.2024 – 27.08.2025



06

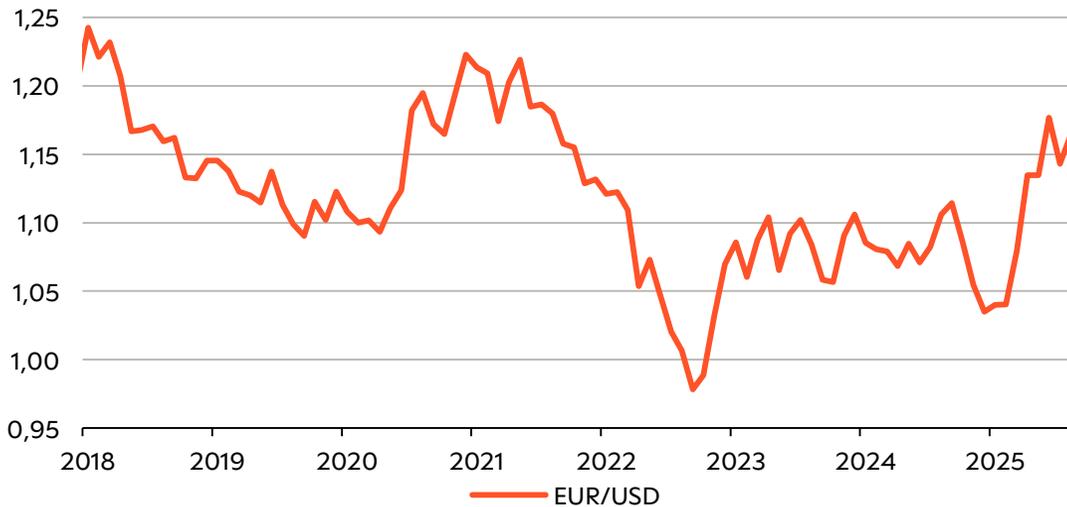
Währungen

Marktentwicklung

Derzeit spricht wenig für den US-Dollar

- Die Einwanderungs- und Zollpolitik Trumps lässt die Inflation steigen und schwächt das Wirtschaftswachstum. Eine geringere Konjunkturdynamik wird den Greenback tendenziell schwächen. Darüber hinaus wird die Fed den Leitzins voraussichtlich weiter senken, während die EZB bereits am Zinstal angekommen ist. Dadurch verringert sich die Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone, was den Dollar zusätzlich belastet.
- Hinzu kommt, dass die zunehmende Gefährdung der Unabhängigkeit der Fed durch die US-Regierung sowie die Neubesetzung des Amtes für Arbeitsmarktstatistiken mit einem Trump-Loyalisten das Vertrauen in die größte Volkswirtschaft der Welt derweil weiter untergraben haben, während die US-Staatverschuldung weiterhin unkontrolliert steigt. Derzeit spricht daher sehr wenig für den Dollar.

Trump-Chaos belastet weiterhin den US-Dollar

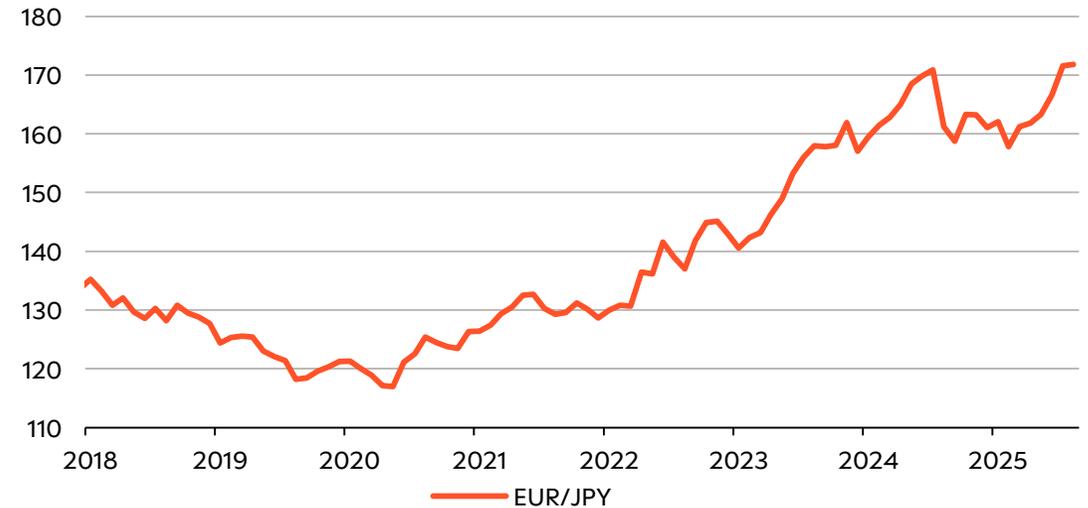


Zeitraum: 01/2018 – 08/2025

Druck auf BoJ, den Leitzins anzuheben, steigt

- Die Kerninflationsrate ist im Juli in Japan zwar von 3,3 % auf 3,1 % zurückgegangen, liegt damit aber weiterhin deutlich über dem 2-Prozent-Ziel der japanischen Notenbank (BoJ). Die BoJ stuft einige Preissteigerungen, wie beispielsweise gestiegene Reispreise, als temporär ein, und gibt an, dass die zugrunde liegende Inflation noch unter 2 % liege. Die Komponenten dieser „unterliegenden Inflation“ gibt die BoJ jedoch nicht öffentlich bekannt.
- Bei der nächsten Zentralbanksitzung am 19. September wird der Leitzins voraussichtlich noch einmal bei 0,5 % belassen. Es steigt aber der Druck auf die BoJ, mittelfristig den Leitzins weiter anzuheben. Dies könnte dem Yen einen leichten Rückenwind verleihen. Da die BOJ jedoch sehr gemächlich vorgehen wird, wird die Yen-Stärke noch etwas auf sich warten lassen.

Yen-Stärke wird noch etwas auf sich warten lassen



Zeitraum: 01/2018 – 08/2025

Prognosen

Wechselkursprognosen

	28.08.2025	31.12.2025		30.06.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,17	1,17	1,18	1,19	1,20
EUR/GBP	0,86	0,86	0,87	0,86	0,87
EUR/CHF	0,94	0,95	0,94	0,95	0,95
EUR/JPY	172	171	168	169	166

Veränderung zum Euro (in %)

USD	-	-0,1	-1,0	-1,8	-2,6
GBP	-	0,5	-0,6	0,5	0,0
CHF	-	-1,5	-0,4	-1,5	-1,5
JPY	-	0,4	2,2	1,6	3,7



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