Horizonte Handout

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Oktober 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 26.09.2025

Inhaltsverzeichnis

01	**Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt** Fokus auf Real Assets	04
02	**Volkswirtschaft** Eurozone wartet auf den Aufschwung, Trump lastet auf der US-Wirtschaft	09
03	**Aktien** Jahresende dürfte weitere Gewinne bei Aktien bringen	14
04	**Anleihen** No risk, no return	20
05	**Rohstoffe** Viel Angebot bei Öl, Gold auf Allzeithoch, Industriemetalle ohne klaren Trend	25
06	**Währungen** Dollar so schwach wie seit vier Jahren nicht mehr	28

 Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

01 Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

BERENBERG

Kapitalmarkt kompakt

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (27.08.25 - 24.09.25)	YTD (31.12.24 - 24.09.25)	24.09.24	24.09.23	24.09.22	24.09.21	24.09.20
			24.09.25	24.09.24	24.09.23	24.09.22	24.09.21
Gold	9,0	25,6	33,9	31,5	6,6	13,6	-6,7
Aktien Emerging Markets	5,8	13,0	15,9	15,0	-0,4	-11,1	21,5
Industriemetalle	3,8	-5,0	-3,3	6,8	-7,3	7,2	45,1
Globale Wandelanleihen	3,7	1,9	12,7	7,0	-3,2	-12,3	31,2
Aktien Industrienationen	1,6	2,8	11,4	24,6	9,4	-3,7	36,2
Brent	1,1	-9,9	-0,1	-11,7	11,3	66,9	87,7
Aktien Frontier Markets	0,6	21,1	30,0	8,0	-5,6	-6,2	29,9
EUR Unternehmensanleihen	0,2	2,7	3,6	9,2	2,9	-14,8	1,8
EUR Staatsanleihen	0,0	1,7	1,8	7,1	-0,4	-11,1	-0,3
Euro-Übernachteinlage	0,0	1,6	2,5	4,0	2,5	-0,5	-0,6
USD/EUR-Wechselkurs	-0,8	-11,8	-4,8	-4,7	-9,1	21,0	-0,4
REITs	-1,5	-9,3	-12,7	22,5	-15,6	-3,3	31,7

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: 24.09.2020 – 24.09.2025

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

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

Quellen: Bloomberg, Berenberg
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

Ausblick nach Anlageklassen

Kapitalmarkt kompakt

Volkswirtschaft

Nach einem schwächeren dritten Quartal rechnen wir für die Eurozone für das Schlussquartal mit mehr Wachstum.

Die steigende Inflation in Großbritannien verhindert weitere Leitzinssenkungen durch die Bank of England.

Trump treibt in den USA eine umfassende Umgestaltung des Landes voran, die nicht ohne Folgen für die Wirtschaft bleiben wird.

Aktien

US-Aktien haben im dritten Quartal deutlich aufgeholt, bleiben aber das Schlusslicht seit Jahresanfang.

Gewinnerwartungen für US-Unternehmen wurden nach oben revidiert. Europa verzeichnet im Jahr 2025 kein Gewinnwachstum.

Saisonalität spricht für eine anhaltende Aktienhausse. Asiatische Schwellenländer werden zunehmend attraktiver.

Anleihen

Sichere Staatsanleihen bleiben angesichts der öffentlichen Verschuldung und der Konjunkturerholung uninteressant.

Bewertungen bei europäischen Unternehmensanleihen mahnen zur Vorsicht. Der Finanzsektor bleibt Favorit.

Schwellenländeranleihen präsentieren sich vielversprechend, wir favorisieren Anleihen aus den Frontier-Märkten.

Alternative Investments / Rohstoffe

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

Gold beflügelt von Zinssenkungen und steigender Staatsverschuldung. Silber profitiert zusätzlich von anhaltendem Defizit.

Industriemetalle zwischen strukturellem Rückenwind und zyklischer Schwäche.

Währungen

Dass der US-Dollar zuletzt gegenüber dem Euro auf dem tiefsten Stand seit vier Jahren notierte, hat diverse Gründe.

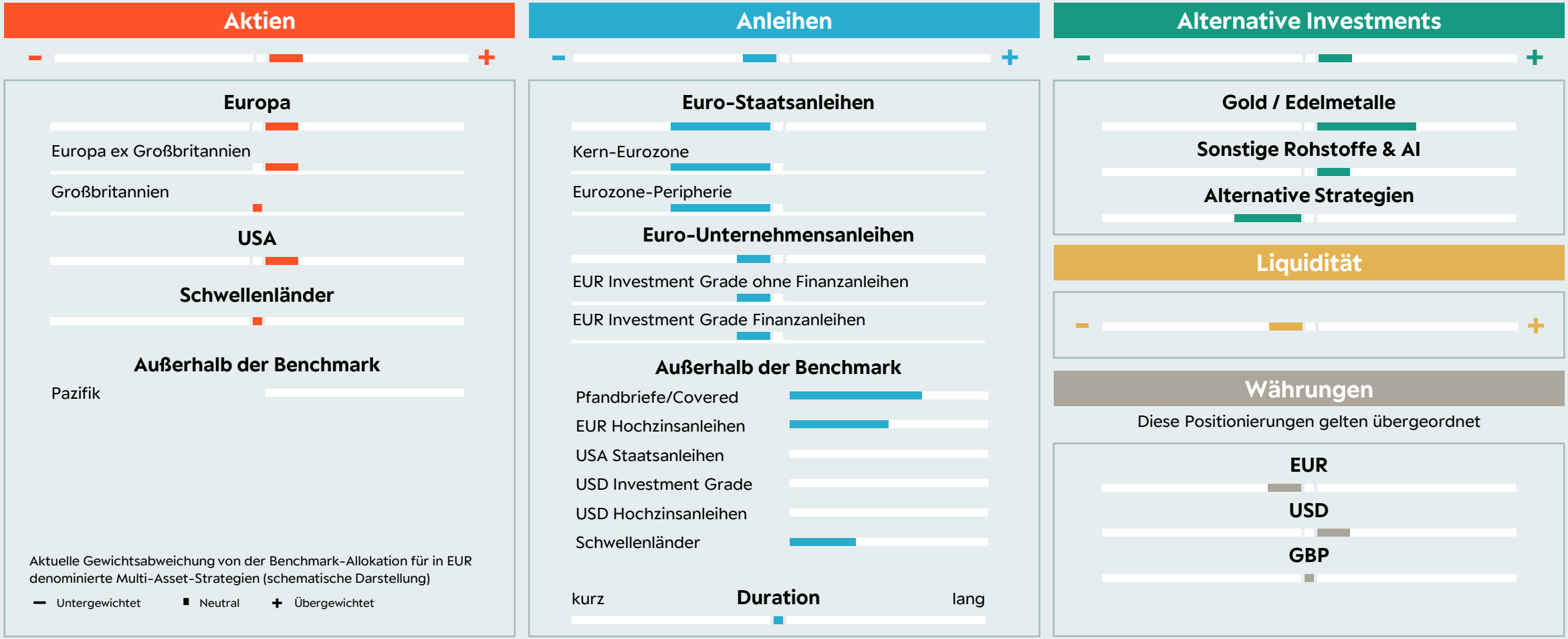
Unter anderem die Sorge um die Unabhängigkeit der Fed, die sinkenden Leitzinsen und der wachsende Schuldenberg.

Die Schweizer Notenbank würde die Wirtschaft gerne stützen. Eine Rückkehr in den Negativzinsbereich ist jedoch unwahrscheinlich.

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick

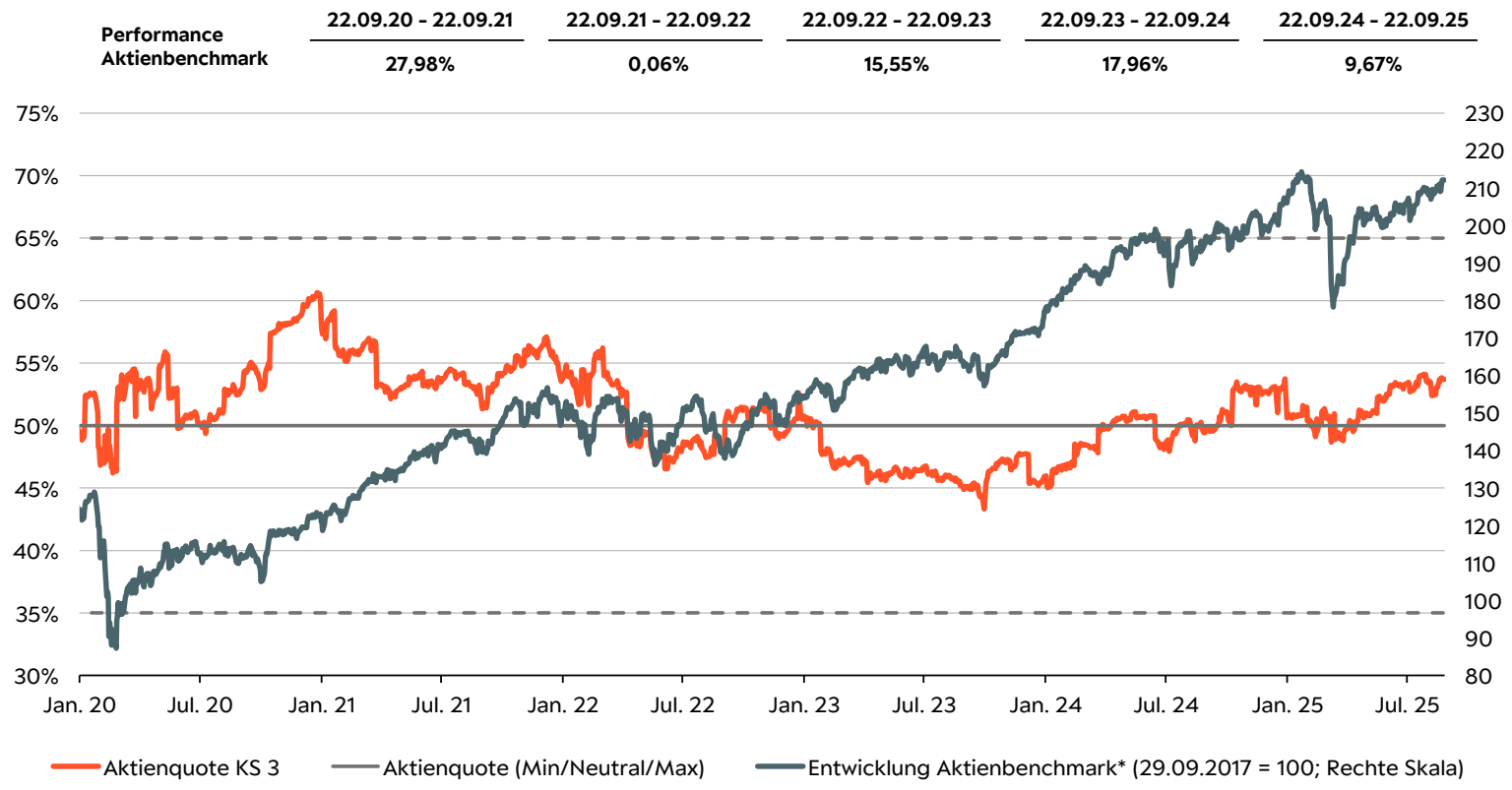


Darstellung per 19.09.2025
Quelle: Berenberg

BERENBERG

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



- Dank unseres verhalten konstruktiven Ausblicks und der niedrigen Positionierung von Anlegern im Juni starteten wir in das zweite Halbjahr mit einem moderaten Übergewicht in Aktien, ohne eine klare Präferenz für Europa oder die USA zu haben. An dieser Position haben wir seither festgehalten und bleiben mittelfristig konstruktiv für Aktien eingestellt.
- Bei unverändertem Ausblick wäre ein Rücksetzer aus unserer Sicht eine Kaufgelegenheit. Unser größtes Übergewicht besteht nach wie vor bei Gold. Ende August haben wir unsere Position in Industriemetallen in Silber getauscht. Für Silber sprach neben der positiven Markttechnik die günstige Bewertung im Vergleich zu Gold. Zudem kaufen nun auch die ersten Zentralbanken Silber. Unsere Auffassung, dass im Umfeld explodierender Staatsschulden und strukturell erhöhter Inflation Sachwerte gegenüber nominellen Staatsanleihen bevorzugt werden sollten, spiegelt sich deutlich wider. Anleihen, insbesondere Staatsanleihen, sind dagegen untergewichtet.

Zeitraum: 22.09.2020 – 22.09.2025

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 Aktienbechmark aus 60% STOXX Europe NR Index, 34% S&P 500 NR Index und 6% MSCI EM NR Index zusammen.
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

BERENBERG

02 Volkswirtschaft

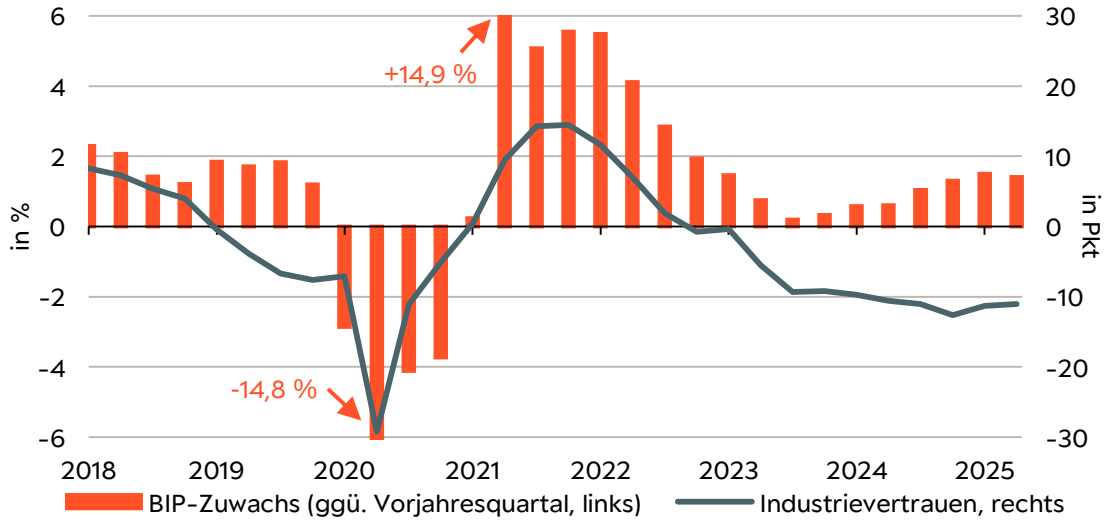
BERENBERG

Eurozone

Aufschwung für das Jahresende erwartet

- Das Handelsabkommen mit den USA verringert die Unsicherheit und könnte nach einem voraussichtlich noch schwächeren dritten Quartal als Katalysator für einen beginnenden Aufschwung in der Eurozone im Schlussquartal dienen. Hierauf deutet auch der Einkaufsmanagerindex für die Eurozone hin, der im September den neunten Monat in Folge über der Schwelle von 50 Punkten lag und somit Wachstum signalisierte.
- Der Arbeitsmarkt ist derweil weiterhin stabil, die Arbeitslosenquote sank im Juli auf 6,2 % und erreichte damit einen historischen Tiefstand. Durch die geldpolitische Lockerung der EZB und das umfangreiche Fiskalpaket der deutschen Regierung ist mit zusätzlichem Rückenwind zu rechnen. Die größte Gefahr für die Eurozone geht derweil von der politischen Instabilität und der hohen Schuldenlast in Frankreich aus.

Q3 nochmal schwächer, bevor das Wachstum in Q4 anzieht

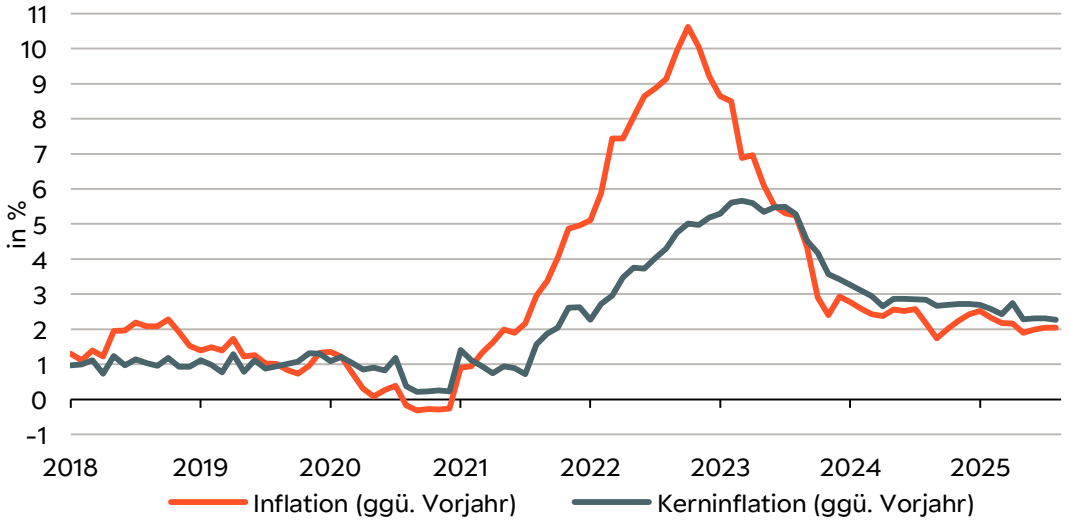


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Die EZB befindet sich derzeit in einer recht komfortablen Lage

- Für die EZB gibt es derzeit keinen Grund, ihre Geldpolitik zu ändern. Die Wirtschaft der Eurozone hat sich in diesem Jahr bislang als widerstandsfähiger erwiesen als erwartet. Die Unsicherheit in der Handelspolitik hat abgenommen und die Inflation bewegt sich um das Ziel der Zentralbank von 2 %.
- Die EZB hat daher bei ihrem Treffen am 11. September den Einlagesatz bei 2,0% belassen. Derzeit deutet nichts darauf hin, dass die europäische Notenbank noch weitere Zinssenkungen vornehmen wird. Mittelfristig wird die EZB angesichts der expansiven Fiskalpolitik (insbesondere in Deutschland) und der Lohnkosteninflation aufgrund des demografischen Wandels voraussichtlich genötigt sein, den Leitzins ab Mitte 2027 wieder etwas anzuheben. Bis Anfang 2028 rechnen wir mit einem Einlagesatz in Höhe von 3,0 %.

Die Inflationsrate liegt quasi auf dem Zielwert



Zeitraum: 01/2018 – 08/2025

 Quelle: Haver

Großbritannien

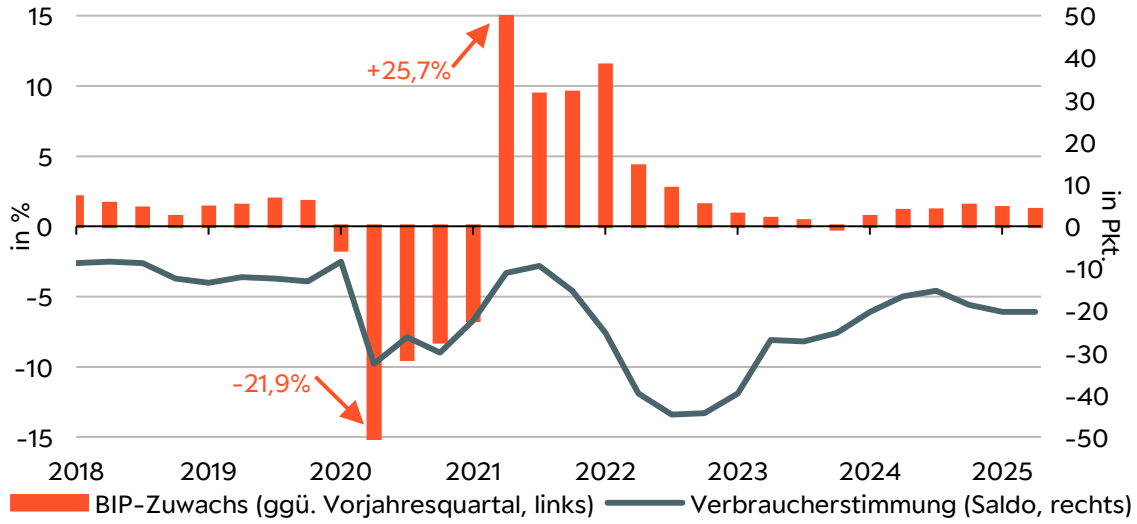
Solides Wachstum im zweiten Quartal

- 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 %.

Weiterhin hoher Inflationsdruck verhindert Leitzinssenkung

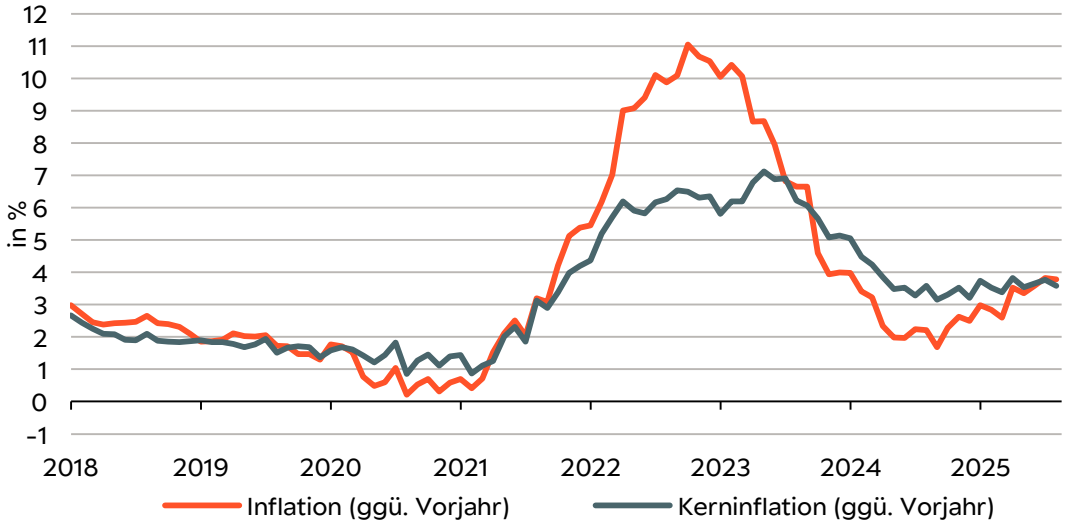
- Wie erwartet hat die Bank of England (BoE) am 18. September den Leitzins bei 4 % belassen. Die Inflation lag in Großbritannien im August bei 3,8 % und damit weit über dem Zweiprozentziel der BoE und sie könnte im September sogar noch weiter auf 3,9 % steigen.
- Die BoE wird wahrscheinlich abwarten, bis der Inflationsdruck gegen Ende des Jahres etwas nachlässt, bevor sie im ersten Halbjahr 2026 zwei Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte vornimmt. Der Senkungszyklus würde somit im Sommer 2026 bei einem Leitzins von 3,5 % zu seinem Ende kommen. Bis die Inflationsrate wieder das Zweiprozentziel erreicht hat, wird es allerdings voraussichtlich noch bis zum Jahr 2027 dauern.

Britische Wirtschaft gewinnt etwas an Schwung



Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Inflationsrate wird bis zum Jahresende weiter steigen



Zeitraum: 01/2018 – 08/2025

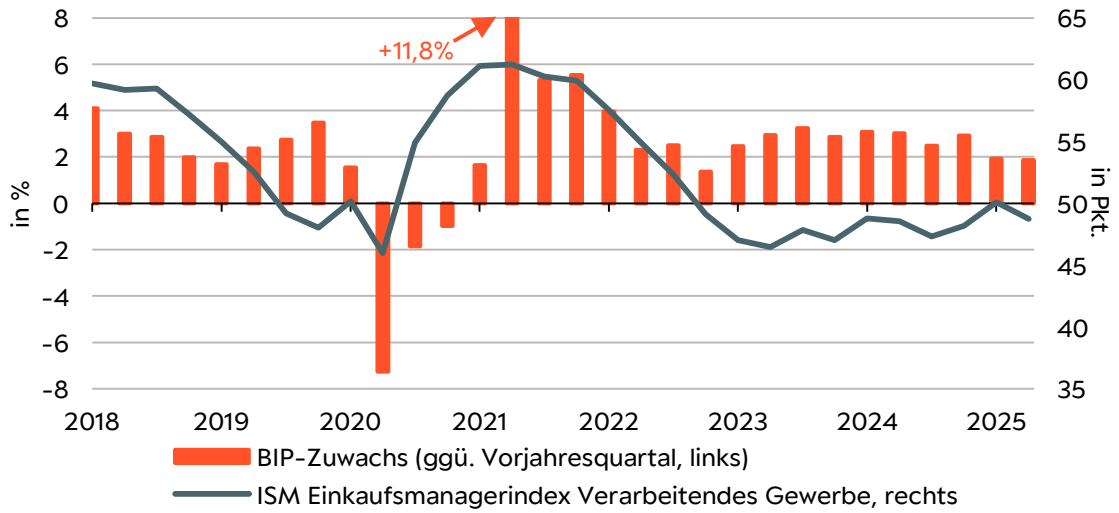
 Quelle: Haver

USA

Trumps Politik belastet die Wirtschaft

- In den vergangenen Monaten hat das Weiße Haus einige Handelsabkommen abgeschlossen und sich mit China auf eine Verlängerung der Zollpause bis zum 10. November geeinigt. Ein Abkommen wird voraussichtlich folgen. Trotz allem rechnen wir aber damit, dass der durchschnittliche US-Zoll in Zukunft bei etwa 18 % liegen wird. Das wäre etwa sechsmal so hoch wie zu Beginn von Trumps zweiter Amtszeit.
- Die hohen Zölle werden die Inflation weiter steigen lassen und die US-Konsumenten belasten. Zusätzlich konjunkturhemmend wirkt sich die restriktive Einwanderungspolitik der US-Regierung aus, welche das Arbeitsangebot deutlich einschränkt. Hinzu kommt die zunehmende Aushöhlung der Institutionen durch die US-Regierung, welche die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts USA mit der Zeit untergraben wird.

Trumps Politik wird nicht ohne Spuren bleiben

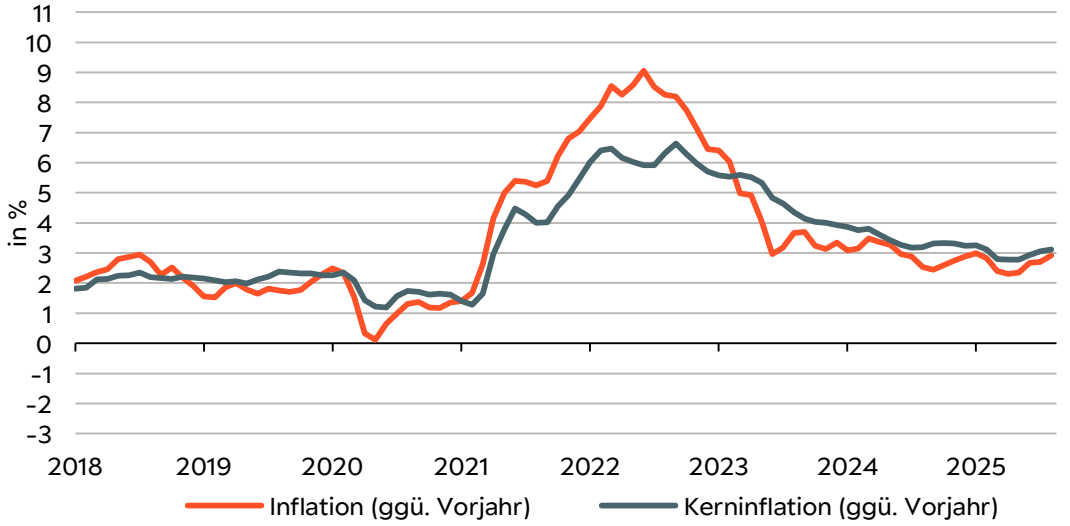


Zeitraum: 01/2018 – 06/2025

Erste Zinssenkung der Fed in diesem Jahr

- Wie erwartet hat die Fed am 17. September die Leitzinsspanne um 25 Basispunkte auf nun 4,00 bis 4,25 % abgesenkt. Dass lediglich der Trump-nahe, neu ernannte Fed-Gouverneur Stephen Miran für einen größeren Zinsschritt stimmte, zeigt, dass die Fed bei der geldpolitischen Lockerung behutsam vorgeht.
- Die Lage bleibt für die Fed schwierig. Einerseits kühlt sich der Arbeitsmarkt derzeit ab, was nach Zinssenkungen verlangt. Andererseits treiben die US-Zölle die Inflation in die Höhe. So stieg die Inflationsrate im August von 2,7 auf 2,9 % und wird voraussichtlich in den kommenden Monaten die Marke von 3 % überschreiten. Für die nächste Sitzung am 30. Oktober rechnen wir mit einer erneuten Senkung der Leitzinsspanne um 25 Basispunkte auf 3,75 bis 4,00 %, bevor der anhaltende Inflationsdruck weiteren Zinssenkungen dann einen Riegel vorschieben wird.

Steigende Inflation aufgrund der Zölle erschwert der Fed die Arbeit



Zeitraum: 01/2018 – 08/2025

 Quelle: Haver

Einschätzungen zu Wachstum und Inflation

Prognosen

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

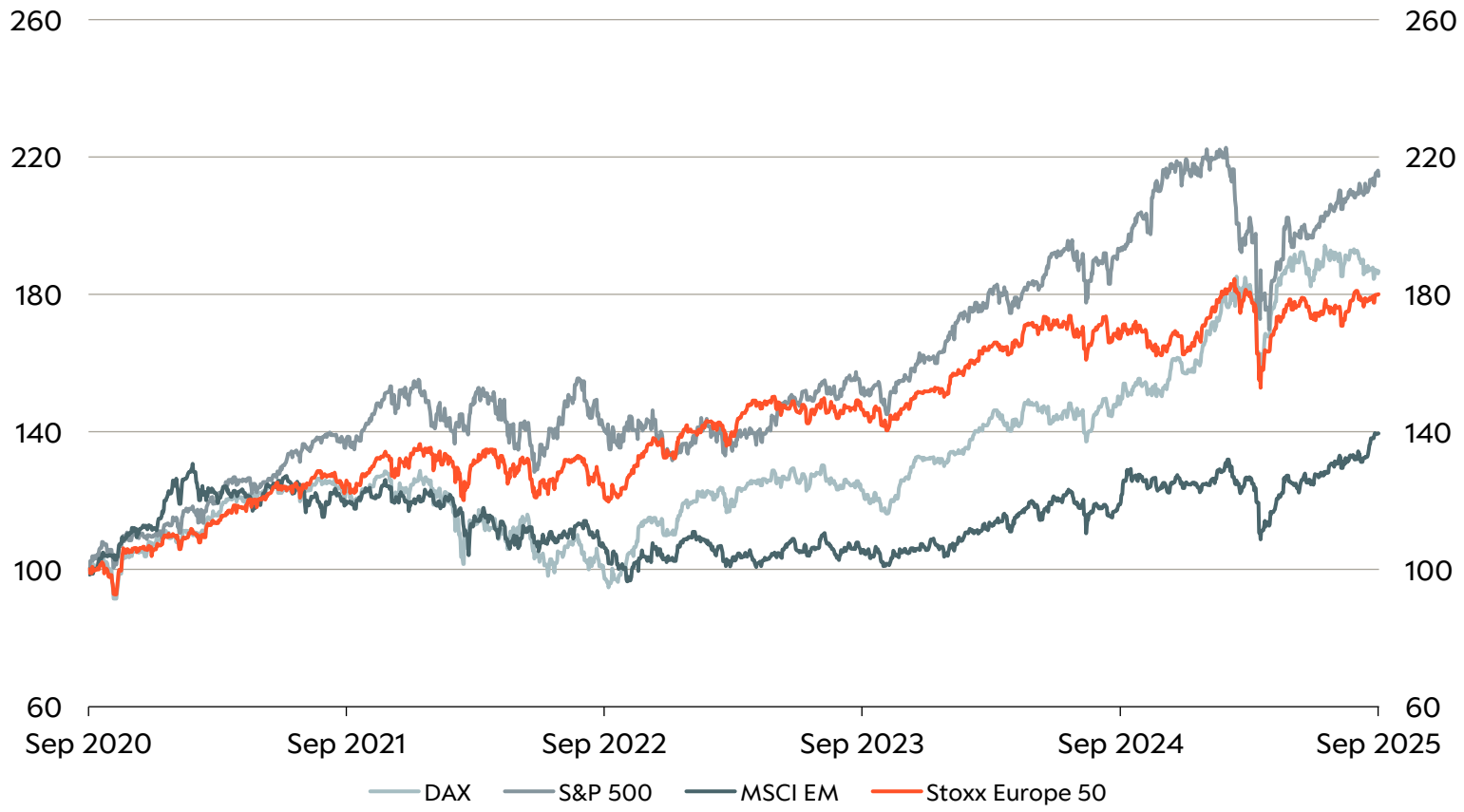
* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.
** Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens
Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.09.2025

03 Aktien

BERENBERG

Jahresende dürfte weitere Gewinne bei Aktien bringen

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Zeitraum: 23.09.2020 – 23.09.2025

US-Aktien haben im dritten Quartal aufgeholt.

Insgesamt war das dritte Quartal erfreulich für Aktien. Fast alle wesentlichen Aktienregionen legten zu – am stärksten US-Aktien, angetrieben durch die großen KI-Gewinner. Asiatische Aktienmärkte folgten in der Performance-Rangliste, während europäische Aktien zuletzt auf der Stelle traten. Der starke Euro, durchwachsene Wirtschaftsdaten sowie politische Störfeuer, beispielsweise aus Frankreich, belasteten die Anlegerstimmung. Seit Jahresanfang haben europäische Aktien jedoch weiterhin US-Aktien in einheitlicher Währung deutlich outperformt.

Obwohl der US-Arbeitsmarkt zuletzt geschwächelt hat und die Fed mit einer ersten Zinssenkung im September darauf reagiert hat, preist der US-Aktienmarkt keine Wirtschaftsabschwächung ein. Im Gegenteil: Die gesunkenen Fed-Leitzinsen wecken Hoffnungen auf eine deutlich lockere Geldpolitik und niedrigere Zinsen. Für die Aktienmärkte ist vor allem das mittlere und lange Ende der Zinskurve entscheidend. Ob dies aber wirklich eintritt, hängt davon ab, wie sich die Inflationszahlen entwickeln. Sollte zudem die globale Liquidität noch durch eine etwaige Wiedereinführung der quantitativen Lockerung durch die Zentralbanken weiter wachsen, könnten wir ein deutliches Überschießen am Aktienmarkt erleben.

Saisonal betrachtet verspricht das Jahresende sowie der Beginn des neuen Jahres eine Fortführung der guten Aktienmarktentwicklung. Begründet liegt dies unter anderem an saisonal tendenziell starken Fondszuflüssen sowie einem Optimismus für das neue Jahr.

 Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Gemischte Gewinnrevisionen

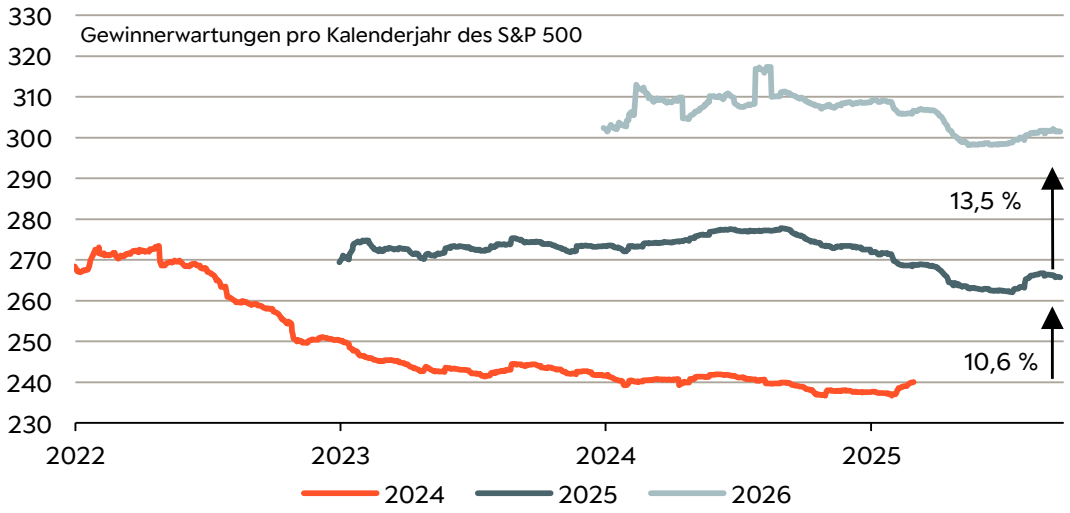
Gewinnrevisionen in den USA wurden deutlich nach oben korrigiert

- Im Zuge der starken Q2-Berichtssaison haben die Analysten die Gewinnschätzungen für den S&P 500 deutlich nach oben korrigiert. Der Konsens erwartet für dieses Jahr ein Gewinnwachstum von 11 %, für nächstes Jahr sogar von 13 %. Neben der deutlichen Abwertung des USD in diesem Jahr hat dabei das ungebremste Wachstum im KI-Bereich geholfen.
- Neben höheren Investitionen in die Produktionskapazitäten in den USA helfen den Unternehmen die hohen Margen, den negativen Zolleffekt abzufedern. Im Gegensatz dazu gerieten Softwareanbieter global unter Druck, nachdem sich die Sorgen verstärkten, dass KI die Geschäftsmodelle zumindest teilweise angreifen könnte. Währenddessen beflügelte die KI-getriebene Nachfrage nach Hochleistungschips die Kurse der Hersteller, welche sich zunehmend optimistisch für 2026 zeigten.

Europa verzeichnet im Jahr 2025 hingegen kein Gewinnwachstum

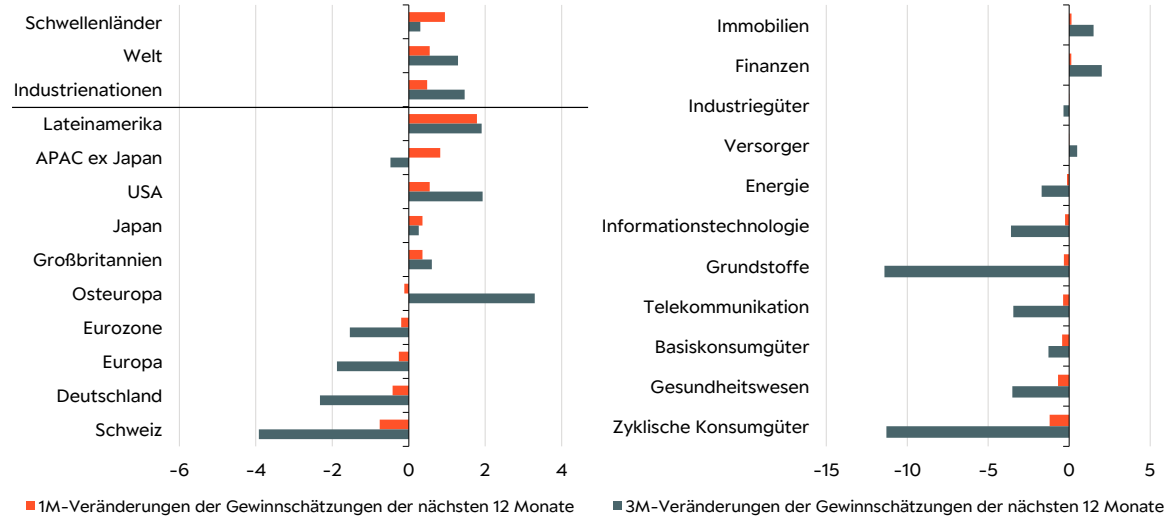
- Im Gegenzug dazu hat der starke Euro und die Unsicherheit rund um die US-Zölle die hiesigen Exporteure in Europa belastet. Hinzu kamen noch Sonderthemen wie eine schwächelnde Luxus-Nachfrage sowie Absatzprobleme bei Novo Nordisk. Mittlerweile gehen die Analysten von einem negativen Gewinnwachstum für Europa in diesem Jahr aus. Für 2026 rechnen die Analysten dann wieder mit einem positiven Wachstum von 8 %.

Gewinnwachstumserwartungen ziehen weiter leicht an



Zeitraum: 01.01.2022 - 24.09.2025

Gewinnrevisionen in Europa noch deutlich negativ



Stand: 24.09.2025

 Quelle: Factset, Bloomberg, eigene Berechnung

Saisonalität spricht für eine anhaltende Aktienhausse

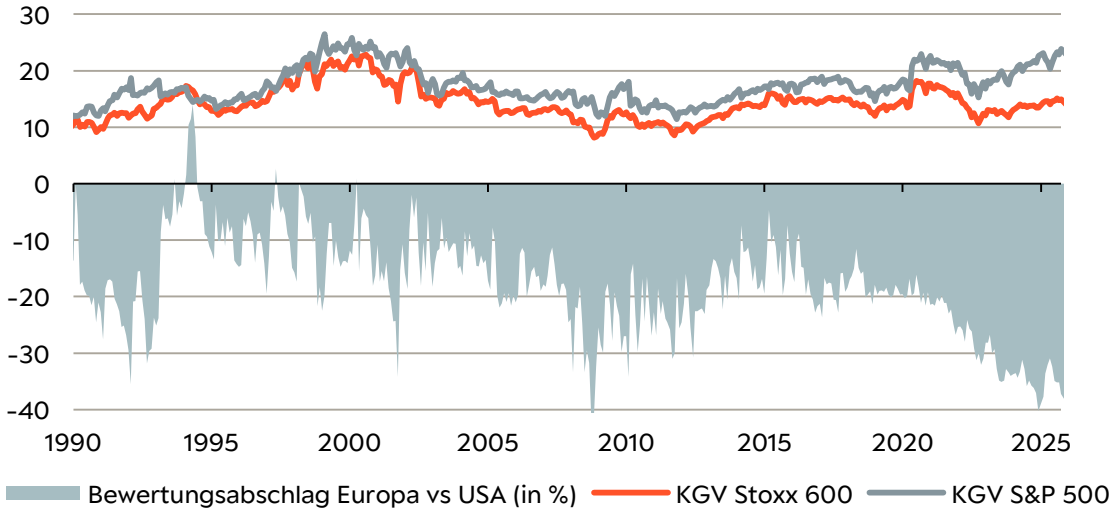
Europäische Aktien nach wie vor nicht teuer bewertet

- Während die Gewinnschätzungen in den letzten 12 Monaten für europäische Aktien auch aufgrund des starken Euro gesunken sind, ist die Bewertung nicht zuletzt wegen einer lockereren Fiskalpolitik in Europa 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 37 %.

Markt hat Fed-Easing schon eingepreist

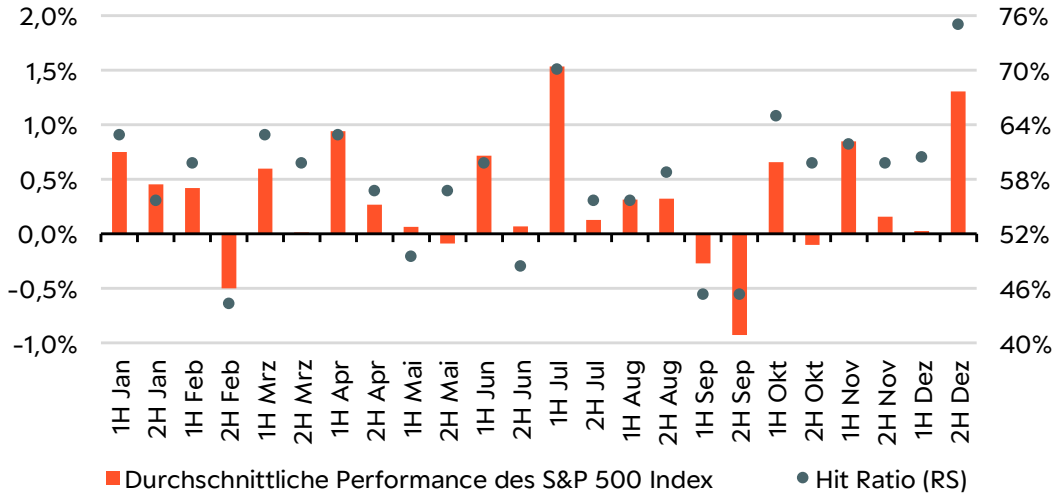
- Obwohl der US-Arbeitsmarkt zuletzt geschwächelt hat und die Fed mit einer ersten Zinssenkung im September darauf reagiert hat, preist der US-Aktienmarkt keine Wirtschaftsabschwächung ein. Im Gegenteil: Die gesunkenen Fed-Leitzinsen wecken Hoffnungen auf eine deutlich lockere Geldpolitik und niedrigere Zinsen.
- Angesichts der nach wie vor sehr hohen Bewertungsniveaus für US-Aktienindizes scheint der Markt darauf zu setzen, dass dieses Mal auch die langfristigen Zinsen herunterkommen. Ob dies aber wirklich eintritt, hängt davon ab, wie sich die Inflationszahlen entwickeln. Sollte die globale Liquidität durch eine etwaige Wiedereinführung der quantitativen Lockerung durch die Zentralbanken weiter wachsen, könnten wir jedoch ein deutliches Überschießen am Aktienmarkt erleben.

Starke Bewertungsdifferenz zwischen den USA und Europa hält an



Zeitraum: 01.01.1988 – 24.09.2025

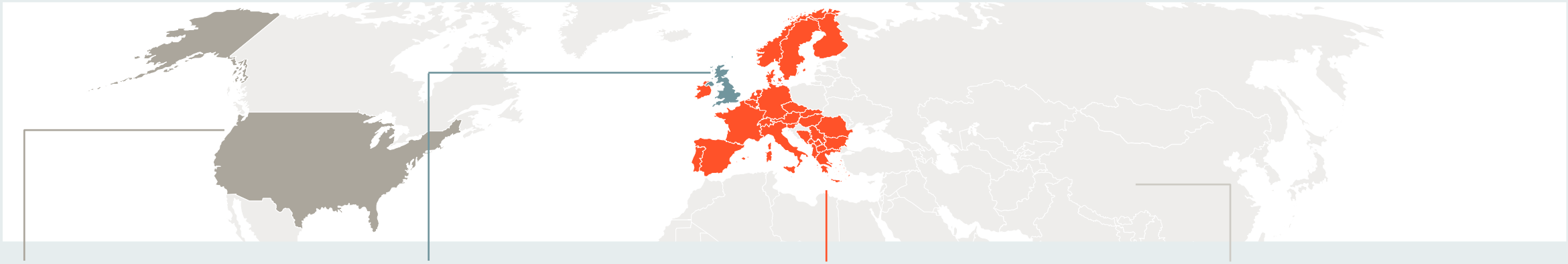
Saisonalität bis Mitte Februar unterstützend



Zeitraum: 01.01.1928 – 13.12.2024

 Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

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, steigende Gewinnschätzungen, ein schwächerer US-Dollar sowie das ungebremste Wachstum im KI-Bereich.

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 Aufhol-potenzial. Die Unsicherheit rund um die US-Zölle sowie der starke Euro bleiben jedoch ein Risiko.

Schwellenländer

neutral

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

Einschätzungen für ausgewählte Aktienmärkte

Prognosen

Indexprognosen	23.09.2025	30.06.2026	31.12.2026	In 12 Monaten
	Aktuell			Ø*
S&P 500	6.657	7.000	7.200	7.293
DAX	23.611	25.500	26.500	27.694
Euro Stoxx 50	5.472	5.800	6.000	6.040
MSCI Großbritannien	2.624	2.800	2.900	2.939

Indexpotential (in %)

S&P 500	-	5,2	8,2	9,6
DAX	-	8,0	12,2	17,3
Euro Stoxx 50	-	6,0	9,6	10,4
MSCI Großbritannien	-	6,7	10,5	12,0

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen
Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2025

04 Anleihen

BERENBERG

Sichere Staatsanleihen unverändert keine attraktive Anlageklasse

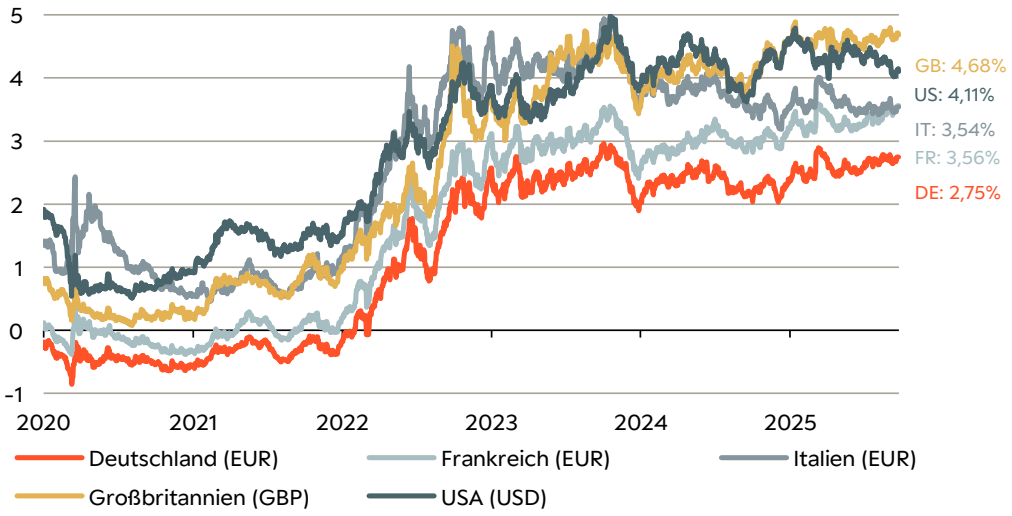
Die Politik spielt weiter mit

- Während die Verunsicherung im dritten Quartal gegenüber der erratischen Zollpolitik des US-Präsidenten Donald Trump abnahm, weckten seine Angriffe auf die US-Notenbank Sorgen um deren Unabhängigkeit. Diesseits des Atlantiks bewegte die Vertrauensfrage des französischen Premierministers Bayrou die Gemüter – und die Renditen. Die Anleihemärkte bleiben in Teilen politisch.
- Im August signalisierte Fed-Präsident Powell auf der Konferenz von Jackson Hole, dass mögliche Schwächen am US-Arbeitsmarkt zumindest kurzfristig höher gewichtet werden könnten als die Sorgen um zollbedingte Inflationseffekte. In Folge senkte die Fed den Leitzins am 17. Oktober um 25 Basispunkte. Wir erwarten bis Ende des Jahres einen um weitere 25 Basispunkte niedrigeren US-Leitzins.

Trübe Aussichten für Staatsanleihen

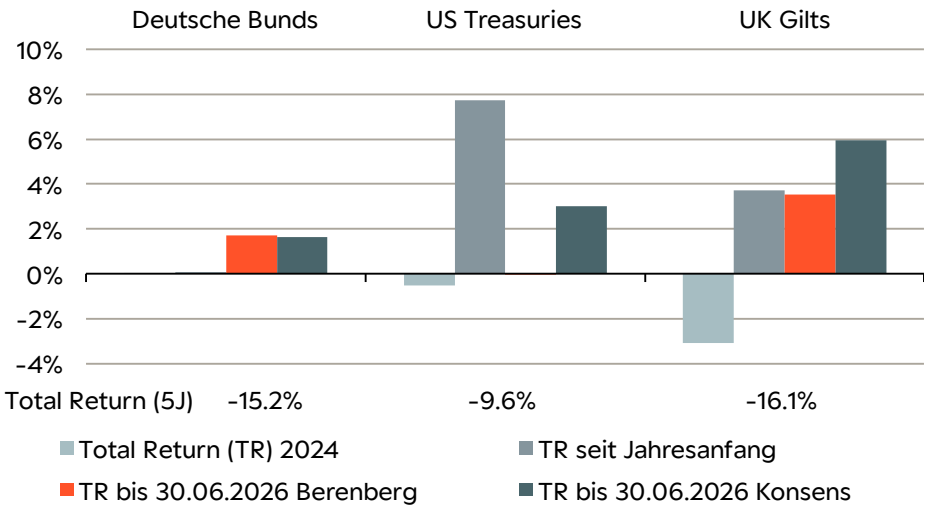
- In der Eurozone und in Großbritannien sind im Schlussquartal keine Impulse vonseiten der Zentralbanken zu erwarten; auch die Bank of England dürfte erst 2026 wieder aktiv werden. Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve sehen wir mittelfristig kaum Potential für fallende Renditen. Dem stehen die Zunahme öffentlicher Verschuldung, die stabile Konjunktur in der Eurozone und die strukturell höhere Inflation in den USA entgegen.
- Entsprechend begrenzt bzw. sogar negativ sind die Perspektiven für Bundesanleihen und US-Treasuries. In lokaler Währung profitieren gemäß unserer Erwartung lediglich britische Staatspapiere von hoher Carry bei in etwa gleichbleibender Rendite, wobei für eine reale Betrachtung noch die Inflationsrate abzuziehen ist. Gegenüber Frankreich, dessen Rendite im Zuge der Unsicherheiten über Bestand und Zukunft fiskalischer Reformen auf das Niveau Italiens und Griechenlands gestiegen ist, bleiben wir vorsichtig.

10-jährige Renditen (%) zuletzt volatil



Zeitraum: 01.01.2020–23.09.2025

Sichere Staatsanleihen: UK mit den besten Aussichten



Zeitraum: 31.12.2023–17.09.2025, Renditen in lokaler Währung

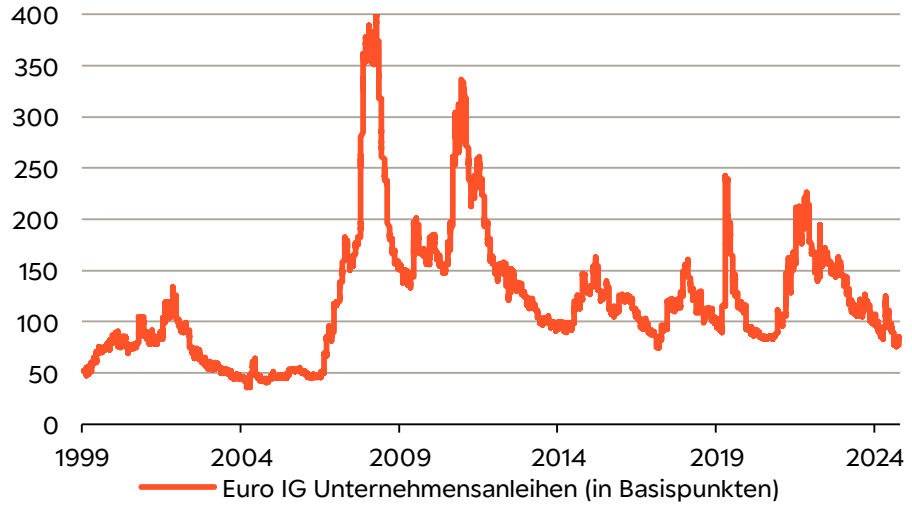
 Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, ICE BofA Staatsanleihe-Indizes (7–10 Jahre, TR)

Chancen in Finanzen und Frontier Märkten

Unternehmensanleihen: Das Spreadniveau mahnt zur Vorsicht

- Europäische Unternehmensanleihen entwickelten sich über den Sommer hindurch weiter positiv. So werden die Risikoprämien von Euro-denominierten Investment-Grade-Papieren auf einem Niveau gehandelt, wie es zuletzt während der umfangreichen EZB-Käufe in der Corona-Krise der Fall war. Diese Entwicklung mahnt uns, in den kommenden Monaten vorsichtiger zu agieren. Einerseits könnten technische Faktoren wie eine saisonal bedingt hohe Anzahl an Neuemissionen das Marktsegment belasten. Andererseits droht eine perspektivische Eintrübung der Unternehmensgewinne durch die Effekte der US-Zollpolitik auf die Konjunkturdaten.
- Fiskalpolitische Unsicherheiten in Frankreich könnten zudem das Marktsentiment eintrüben. Wenngleich Unternehmensanleihen nicht an vorderster Front stehen, dürften sie von den Entwicklungen nicht gänzlich unbeeindruckt bleiben.

Unternehmensanleihen: Bewertungen zuletzt ausgeweitet

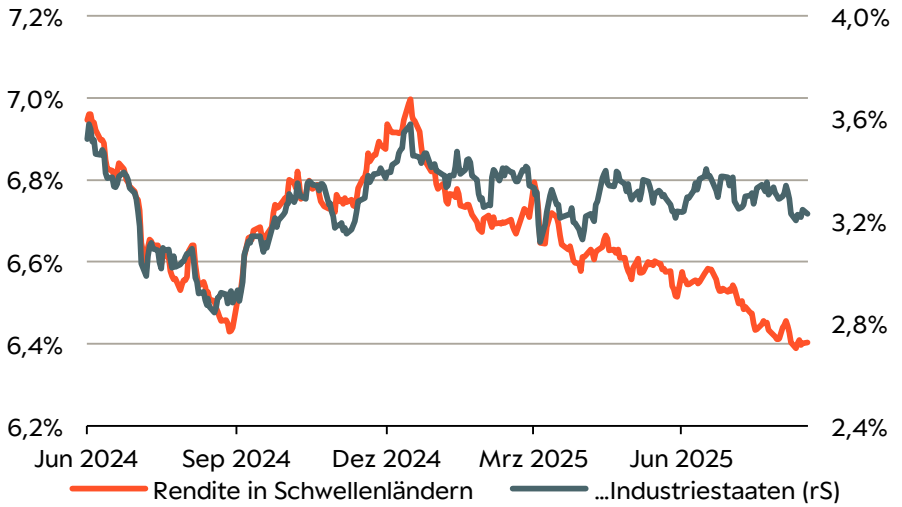


Zeitraum: 31.12.1999–15.09.2025, IG: Investment Grade

Schwellenländeranleihen: Frontier-Märkte bevorzugt

- Die zumindest teilweise Entspannung bei Handelsstreitigkeiten sowie die Aussicht auf Zinssenkungen durch die US-Notenbank bei weiterhin robuster US-Wirtschaft wirkten sich zuletzt positiv auf Schwellenländeranleihen aus. Im Hartwährungssegment konnten sie von der konstruktiven Stimmung profitieren, sodass die Risikoprämien auf Mehrjahrestiefs zurückgingen.
- Während Industriestaaten höhere Risikoprämien zahlen müssen, profitieren lokale Schwellenländeranleihen von sinkenden Renditen. Vor diesem Hintergrund setzen wir insbesondere auf lokale Schwellenländeranleihen aus den Frontier-Märkten. Diese überzeugen nicht nur durch solide Fundamentaldaten und attraktive Verzinsung, sondern dürften auch vom erwarteten weiteren Renditerückgang profitieren – da die Inflation weitgehend überwunden ist und sich deren Wirtschaft infolge der Zölle bereits abkühlt.

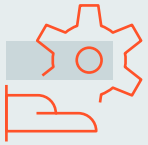
Schwellenländeranleihen gegenüber Industriestaaten gesucht



Zeitraum: 30.06.2024–15.09.2025

 Quelle: ICE, eigene Berechnungen, Indizes: ICE BofA Local Debt Markets Plus Index, ICE BofA Global Government Index

Anleihen Allokation



Kernsegmente

Staatsanleihen

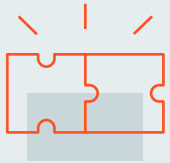
untergewichten

- 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 %)	23.09.2025	30.06.2026		31.12.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,00-4,25	3,75-4,00	3,53	3,75-4,00	3,36
10J US-Rendite	4,11	4,55	4,15	4,80	4,09
Eurozone					
Leitzins**	2,00	2,00	2,05	2,00	2,09
10J Bund-Rendite	2,75	2,80	2,83	3,00	2,88
Großbritannien					
Leitzins	4,00	3,50	3,47	3,50	3,33
10J Gilts-Rendite	4,68	4,70	4,37	4,70	4,17

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens
**Einlagensatz
Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2025

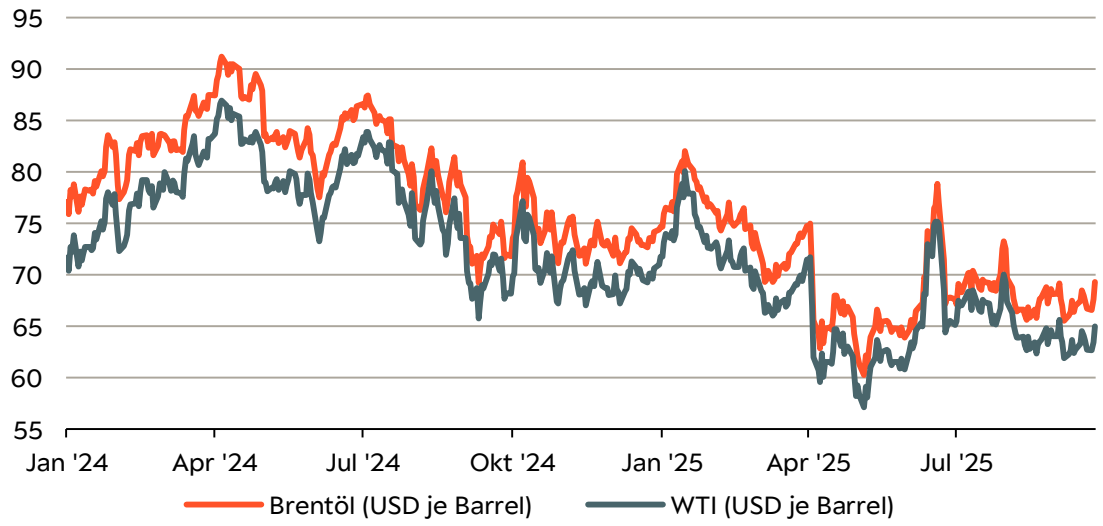
05 Rohstoffe

Viel Angebot, wenig Aufwärtsfantasie

„Drill, baby, drill“ im Nahen Osten

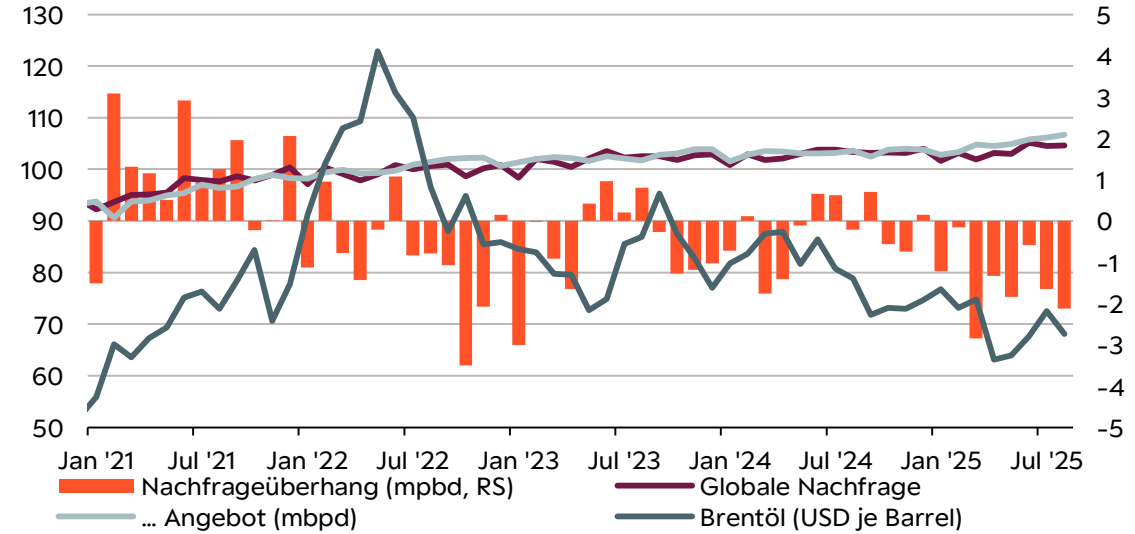
- Der Ölpreis bewegte sich im September bei geringer Volatilität seitwärts. Mit einer Preisspanne von weniger als 4 USD je Barrel (Brent) war der September der bisher schwankungsärmste Monat in diesem Jahr.
- Die OPEC+ hat derweil ihren Kurs der Produktionsausweitungen weiter fortgesetzt. Nach 140 kbpd im April und jeweils 411 kbpd im Mai, Juni und Juli hat das Kartell im August und September das Tempo noch einmal erhöht und die Produktion um 548 kbpd ausgeweitet. Auch im Oktober soll die Produktion weiter steigen, allerdings in einem gemächlicheren Tempo von nur 137 kbpd.
- Bei so viel Angebot bleibt wenig Platz für große Aufwärtsfantasien. Die IEA rechnet für 2026 sogar mit dem größten Angebotsüberschuss in der Geschichte in Höhe von 3,3 mbpd.
- Allerdings könnte das Ungleichgewicht letztlich doch geringer ausfallen. So kann die OPEC+ zwar offiziell noch weitere Kürzungen zurücknehmen, allerdings sind einige Mitgliedsstaaten bereits jetzt an ihrer tatsächlichen Kapazitätsgrenze. Zudem stagniert auch die US-Schieferölproduktion entgegen den Erwartungen vieler Analysten und dürfte bei weiterem Preisverfall ihre Produktion sogar herunterfahren. Außerdem sind die globalen Lagerbestände außerhalb Chinas weiter relativ niedrig.
- Eine Seitwärtsbewegung scheint daher bis auf Weiteres wahrscheinlich. Geopolitische Risiken im Nahen Osten sowie sekundäre Sanktionen bieten (temporäre) Aufwärtschancen. Allerdings ist es um beide Themen zuletzt ruhiger geworden.

Rohöl weiter im Seitwärtstrend



Zeitraum: 01.01.2024 – 24.09.2025

Ölmarkt seit Monaten im Überschuss



Zeitraum: 01.01.2021 – 31.08.2025

 Quelle: Bloomberg, EIA, eigene Berechnungen

Gold von Allzeithoch zu Allzeithoch

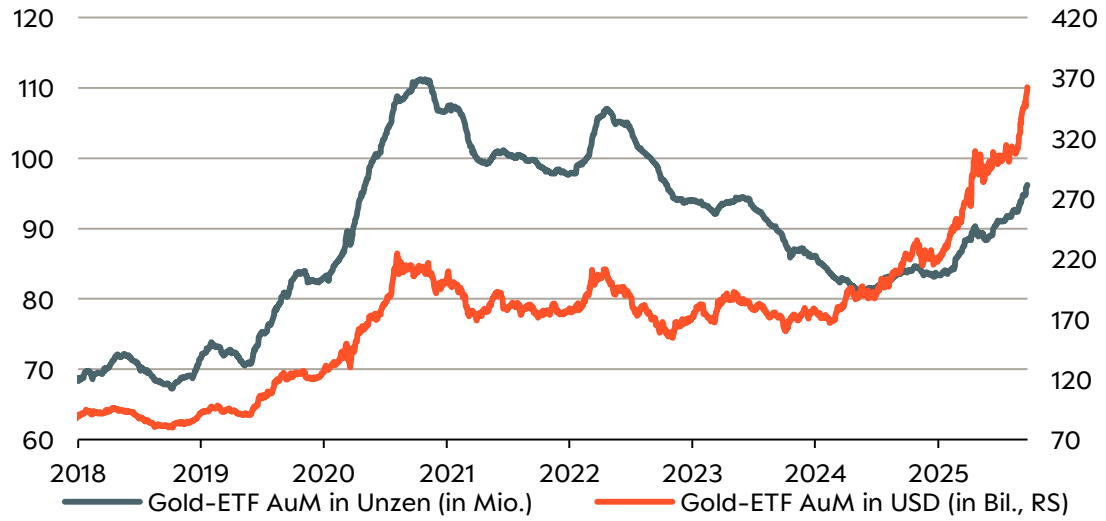
Das Umfeld für Gold könnte derzeit kaum besser sein

- Nachdem Gold zu Beginn des Jahres deutlich an Wert gewinnen konnte, verharrte das Edelmetall seit Ende April lange in einer engen Handelsspanne. Neben einer nachlassenden Nachfrage aufgrund des gestiegenen Preisniveaus begrenzte auch die gestiegene Risikobereitschaft vieler Investoren, die alternative Anlageklassen bevorzugten, einen weiteren Preisanstieg.
- Die Antizipation der kürzlich vollzogenen Zinssenkung der Federal Reserve, die Bedenken hinsichtlich einer schwindenden Unabhängigkeit der Zentralbank unter Donald Trump sowie stark gestiegene ETF-Bestände verliehen dem Edelmetall jedoch jüngst neuen Aufwind. Die strukturelle Nachfrage seitens der Zentralbanken, die anhaltenden geopolitischen Spannungen sowie steigende Staatsverschuldungen dürften neben einem sich weiter abschwächenden Dollar und zunehmenden Inflationsrisiken den Goldpreis mittelfristig weiter stützen.

Metalle im Spannungsfeld widersprüchlicher Marktkräfte

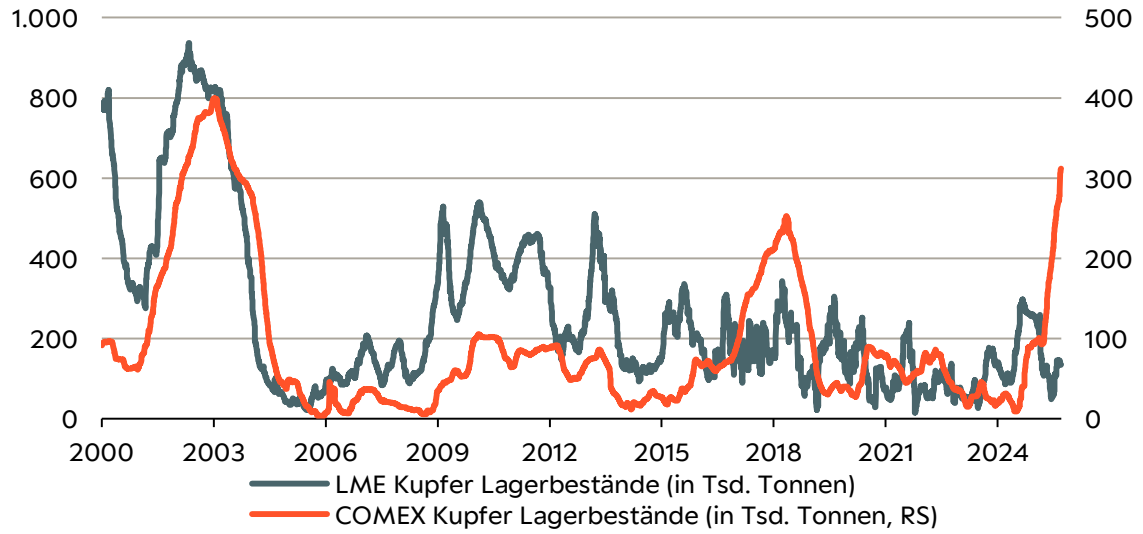
- Industriemetalle fanden zuletzt keine eindeutige Richtung, nachdem Trumps Zollpolitik zu teils deutlichen Bewegungen führte: Nachdem der Kupferpreis aufgrund von Zollsorgen deutlich anstieg, verlor das an der COMEX gehandelte Kupfer nach Bekanntgabe eines Importzolls auf nur halbfertige Kupferprodukte Ende Juli schlagartig an Wert.
- Nach vorne gerichtet dürfte die Nachfrage aufgrund vorgezogener Käufe und hoher Lagerbestände zunächst abflachen. Trotz kleiner chinesischer Schritte, die Nachfrage zu stützen, eines sich wohl weiter abschwächenden Dollars und einer strukturellen Nachfrage (Elektrifizierung, Aufrüstung) dürften Industriemetalle ohne deutlichen Wirtschaftsaufschwung vorerst seitwärts tendieren.

Stark steigende ETF-Bestände seit Jahresbeginn



Zeitraum: 01.01.2018 – 24.09.2025

Lagerbestände an der COMEX auf höchstem Niveau seit 2003



Zeitraum: 01.01.2000 – 24.09.2025

 Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

06 Währungen

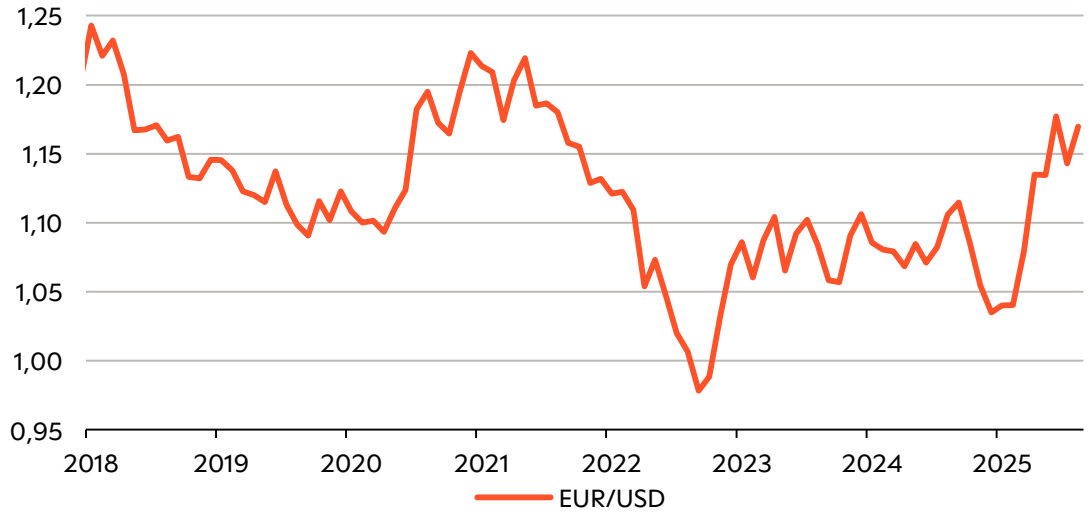
BERENBERG

Marktentwicklung

Der Dollar ist so schwach wie seit vier Jahren nicht mehr

- Der Euro ist gegenüber dem Dollar zuletzt kurzfristig auf den höchsten Stand seit September 2021 gestiegen. Die abnehmende Konjunkturdynamik wird den US-Dollar tendenziell weiter belasten. Die US-Notenbank begegnet dem abkühlenden Arbeitsmarkt mit weiteren Zinssenkungen, wodurch sich der Zinsabstand zu anderen Notenbanken verringert. Kapitalabflüsse aus den USA sind die wahrscheinliche Folge. Den Dollar könnte dies zusätzlich unter Druck setzen.
- Hinzu kommt, dass Trump zunehmend versucht seinen Einfluss auf die Fed auszuweiten, wodurch sich mittelfristig die Inflationsrisiken erhöhen. Dies wird am Markt mit einem schwächeren Dollar quittiert. Sorgen bereitet zudem die weiterhin rasant steigende US-Staatsverschuldung. Insgesamt spricht derzeit wenig für den Greenback.

Derzeit spricht einiges gegen den US-Dollar

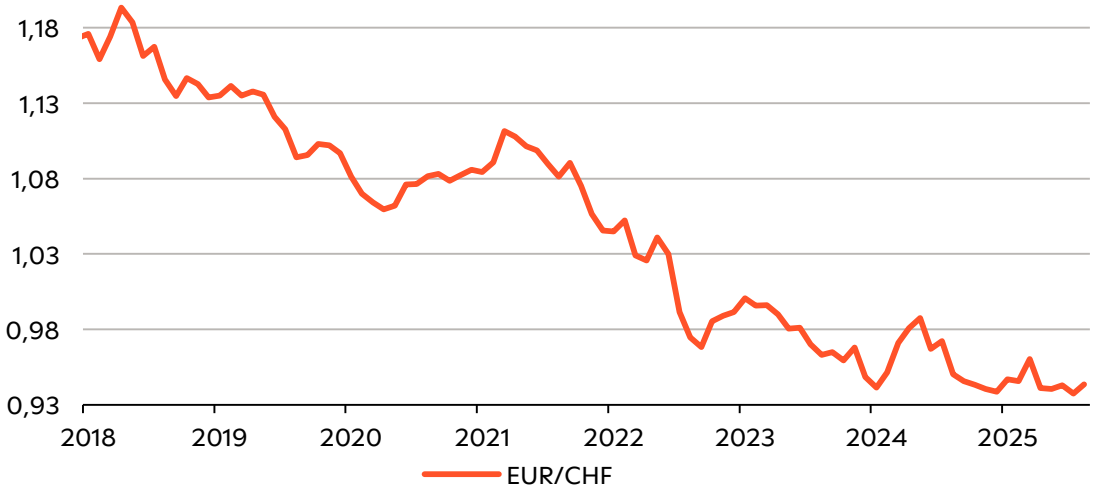


Zeitraum: 01/2018 – 08/2025

Schweizer Franken trotz Nullzinspolitik und Zollhammer stabil

- Der US-Zollhammer hat die Schweiz hart getroffen: mit 39% liegt die Einfuhrabgabe höher als für alle anderen Industrienationen. Während die Wirtschaft schwächelt, notierte die Inflationsrate im August mit 0,2 % erneut nur knapp im positiven Bereich.
- Die Schweizer Nationalbank (SNB) würde die Konjunktur gerne durch eine weitere Lockerung der Geldpolitik stützen, doch der Leitzins notiert bereits seit dem 20. Juni bei 0,0 %. Dass die SNB erneut Negativzinsen beschließen wird, gilt als eher unwahrscheinlich. Der Franken gab aufgrund der Geschehnisse zwischenzeitlich etwas nach, notiert insgesamt aber recht stabil in der Nähe von 0,94 EUR/CHF. Wir rechnen mit einer weiteren Seitwärtsbewegung. Für die Schweiz und den Franken wird aber auch viel von den weiteren Verhandlungen mit den USA abhängen.

Schweizer Franken hart wie Alpengranit



Zeitraum: 01/2018 – 08/2025

 Quelle: Bloomberg

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

Prognosen

Wechselkursprognosen

	23.09.2025	30.06.2026		31.12.2026	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,18	1,19	1,20	1,20	1,21
EUR/GBP	0,87	0,87	0,87	0,88	0,87
EUR/CHF	0,93	0,95	0,95	0,95	0,95
EUR/JPY	174	170	168	168	168

Veränderung zum Euro (in %)

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

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens
Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.09.2025

07 Impressum

BERENBERG

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
Chefstratege 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